

Anna Rybka

Studia Doktoranckie Wydziału Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Zastosowanie obligacji zamiennych do obniżania kosztu kapitału w przedsiębiorstwie na podstawie analizy wybranych instrumentów notowanych na rynku Catalyst

1. Wprowadzenie

Podstawowym warunkiem działalności przedsiębiorstwa jest posiadanie odpowiedniego kapitału. Poziom dostępnych środków determinuje realizację programu rozwoju firmy oraz jej planów inwestycyjnych. Wybór optymalnej strategii finansowania oraz analiza dostępnych źródeł kapitału pełnią kluczową rolę w każdym rozwijającym się przedsiębiorstwie. Szczególnie istotną decyzją jest określenie proporcji pomiędzy finansowaniem własnym a obcym.

Kapitał własny przedsiębiorstwa może pochodzić z dwóch podstawowych źródeł: z zysków zatrzymanych oraz z wkładów wnoszonych przez właścicieli poprzez objęcie nowych akcji lub udziałów. Finansowanie obce realizowane jest najczęściej za pomocą kredytów bankowych, emisji obligacji lub krótkoterminowych papierów dłużnych.

Dokonując wyboru pomiędzy tymi dwoma źródłami kapitału, pod uwagę brane są koszty jego pozyskania i dysponowania, dostępność, czynniki ryzyka oraz prognoza efektu dźwigni finansowej. Z uwagi na mnogość tych kryteriów, nie można wskazać optymalnej struktury kapitałowej. Oprócz korzyści wynika-

jących z finansowania własnego jak i obcego, oba źródła kapitału niosą ze sobą pewne negatywne skutki.

Analizując wady i zalety źródeł kapitału w przedsiębiorstwie, posłużono się spółką akcyjną jako najbardziej rozwiniętą formą przedsiębiorstwa. Emisja akcji jest dla spółki stabilnym źródłem finansowania. Pozytywnie wpływa na płynność finansową, gdyż oprócz kosztów emisji, nie wiąże się z wydatkami gotówkowymi. W szczególności nie pociąga za sobą obligatoryjnych wypłat na rzecz kapitałodawców. Najczęściej jednak finansowanie kapitałem własnym wiąże się z rozproszaniem dotychczasowej struktury akcjonariatu. Tym samym dotychczasowi właściciele spółki pozbawiani są części jej przyszłych zysków. Ponadto wzrost liczby akcji może spowodować spadek ich rynkowej ceny, a tym samym zmniejszyć realną wartość kapitału pozyskanego w drodze emisji. Nie bez znaczenia jest też długi czas trwania procesu emisji akcji. Potrzeba szybkiego pozyskania środków finansowych zaważyć może na rezygnacji ze stosunkowo długotrwałego procesu podwyższenia kapitałów własnych.

W odróżnieniu od procesu emisji akcji w zdecydowanie krótszym okresie przedsiębiorstwo może pozyskać kapitał obcy (np. zaciągnąć kredyt bankowy). Ponadto finansowanie obce nie wiąże się z oddaniem części praw własnościowych i zarządczych w spółce. Wadą długu jest jednak to, że pociąga on za sobą konieczność regularnych płatności, czyli spłaty pożyczonego kapitału oraz odsetek. Pojawia się więc ryzyko utraty płynności finansowej, które w skrajnych przypadkach prowadzić może do bankructwa spółki. Finansowanie obce odbywa się na zasadach w dużej mierze określonych przez wierzycieli (terminy spłat, wysokość oprocentowania), a samo pozyskanie środków wiąże się z koniecznością spełnienia wielu wymogów (takich jak np. pozytywna ocena zdolności kredytowej). Tym samym kapitał, który pozyskać można poprzez emisję akcji, często jest nieosiągalny poprzez zadłużenie.

Dla przedsiębiorstwa stojącego przed wyborem sposobu finansowania, oprócz omówionych wad i zalet obu źródeł kapitału, kluczowym kryterium jest koszt jego pozyskania. Nie ulega wątpliwości, że z reguły wyższym kosztem cechuje się kapitał własny. W odróżnieniu od długu, który posiada prawne zabezpieczenie, emisja akcji pozbawiona jest gwarancji przyszłych zysków dla inwestorów, dlatego szczególnie w obliczu dużej zmienności cen akcjonariusze żądają wyższej premii za ryzyko. Rozwiązaniem pośrednim, a zarazem optymalnym, może być dla przedsiębiorstwa pozyskanie kapitału poprzez emisję obligacji zamiennych, instrumentu, który posiada cechy zarówno długu, jak i kapitału własnego.

Celem niniejszego artykułu jest analiza możliwości obniżenia kosztu kapitału w przedsiębiorstwie poprzez emisję obligacji zamiennych. Rozważania oparto na wybranych instrumentach notowanych na polskim rynku obligacji Catalyst.

2. Możliwości zastosowania obligacji zamiennych do obniżania kosztu kapitału w przedsiębiorstwie

Emisja obligacji zamiennych regulowana jest przez Ustawę z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995, nr 83, poz. 420 z późn. zm.) zwaną dalej ustawą. Według art. 20, ust. 1 ustawy: „O ile statut spółki tak stanowi, spółka może emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane dalej «obligacjami zamiennymi»”.

Definicja podana przez ustawodawcę zbieżna jest z określeniami instrumentu w literaturze. Według S. Antkiewicza [2011], „Obligacje zamienne na akcje są traktowane przez emitentów oraz inwestorów jak klasyczne obligacje z ich wszystkimi podstawowymi cechami, które jednak dodatkowo są wyposażone w opcję uprawniającą do zamiany papierów na akcje emitenta”. M. Poślad, S. Thiel i T. Zwoliński [2006] definiują: „Obligacje zamienne są to obligacje uprawniające obligatariusza do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za wierzytelności wynikające z obligacji”, natomiast M. Sierpińska i T. Jachna [2007] zaznaczają, że „obligacje te można przedstawić jako zwykłe obligacje sprzedawane wraz z opcją call na akcje emitenta (przy czym opcja ta nie może być sprzedawana oddzielnie)”.

Obligacja zamienna jest więc instrumentem dłużnym, który oprócz należnych odsetek, daje prawo do jego zamiany na określoną liczbę akcji emitenta. Ponieważ opcja zamiany jest pewnym prawem dodanym, niewystępującym w przypadku zwykłych obligacji, obligację zamienną charakteryzują dodatkowe parametry. Wynikają one bezpośrednio z ustawy. Na podstawie art. 20, ust. 4 „Emitent obligacji zamiennych obowiązany jest w warunkach emisji określić szczegółowo:

- 1) termin, w jakim zamiana będzie dopuszczalna,
- 2) sposób przeliczenia obligacji na akcje [...]”.

Termin, o którym mowa w punkcie pierwszym, określany jest jako czas konwersji. Wskazuje on, kiedy obligatariusz może dokonać zamiany obligacji na akcje. Emitent może umożliwić zamianę np. w wybranych dniach, w określonych przedziałach czasowych bądź w dniu zapadalności instrumentu. Ustawa zastrzega jednak, że termin zamiany nie może być dłuższy od terminu wykupu obligacji. Sposób przeliczenia obligacji na akcje jest określany przez emitenta za pomocą współczynnika i ceny zamiany (konwersji). Współczynnik wskazuje na liczbę akcji, która zostaje objęta przez obligatariusza w momencie zamiany, natomiast cena zamiany jest ilorzem wartości nominalnej obligacji i współczynnika. Określa więc ona rzeczywistą cenę, jaką obligatariusz płaci za jedną akcję w momencie konwersji.

Dodatkowe parametry obligacji to jednocześnie nowe możliwości zarówno dla emitenta, jak i inwestora. Obligatariusz, oprócz gwarantowanych płatności

kuponowych, ma szansę na zysk kapitałowy w postaci tzw. premii konwersji. Jest to różnica pomiędzy rynkową wartością akcji, które nabywa w chwili zamiany i wartością tych akcji liczonej po ustalonej cenie konwersji. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa atrakcyjność obligacji zamiennych wiąże się z możliwością obniżenia kosztu pozyskanego kapitału. Sukces tego działania zależy od ustalonego odpowiednio momentu emisji oraz właściwego wyboru parametrów wewnętrznych obligacji. Emisja obligacji zamiennych może okazać się skutecznym narzędziem obniżającym koszt kapitału w szczególności w okresie niskiej wyceny rynkowej spółki. Podwyższanie kapitału własnego w trakcie giełdowej bessy jest bowiem ryzykowne. W związku z niskimi notowaniami akcji prawdopodobne stają się trudności z ich zbyciem. Ponadto małe przychody z emisji spowodować mogą problemy z realizacją projektów inwestycyjnych, a tym samym zahamować rozwój firmy. W dalszym etapie przekłada się to na gorsze wyniki finansowe spółki, gorszą ocenę wskaźnikową, a tym samym negatywną ocenę ze strony rynku i spadki kursu akcji. Poprzez emisję obligacji zamiennych spółka oddala moment podwyższenia kapitału własnego. Konwersja nastąpić może dopiero w ściśle określonych momentach w przyszłości. Jednocześnie ustalenie ceny zamiany na odpowiednio wysokim poziomie jest dla przedsiębiorstwa gwarancją, że emisja nastąpi po cenie wyższej od aktualnie obowiązującej na rynku. Istotne jest to, że z pozyskanego kapitału spółka korzysta już od momentu emisji. W praktyce oznacza to więc sprzedaż akcji „dziś”, ale bez faktycznej subskrypcji i drożej niż na rynku. Ważne, że przyszły wzrost cen akcji w dużej mierze zależy od obecnych inwestycji, a do nich niezbędny jest kapitał, który pozyskać można poprzez emisję obligacji zamiennych.

Oddalenie w czasie podwyższenia kapitału własnego jest korzystne również dla inwestora. Możliwość przyszłej zamiany obligacji na akcje to dla obligatariusza dodatkowa szansa na zysk, która zwiększa atrakcyjność hybrydowego instrumentu. Dzięki temu im większa wiara inwestora w przyszłe zyskowe przekonwertowanie obligacji, tym niższe jej oprocentowanie jest on gotów zaakceptować. Pozwala to spółce pozyskać kapitał po niższym koszcie w porównaniu z emisją tradycyjnych obligacji kuponowych, które nie zawierają żadnych praw dodanych. Emisja długu przy niższym oprocentowaniu jest szczególnie istotna dla tych spółek mających problemy z rentownością oraz tych, których zadłużenie jest wysokie. Obligacje zamienne mogą być wówczas bardzo korzystną alternatywą dla wysokooprocentowanego kredytu bankowego (pomniejszeniu ulegają koszty finansowe) oraz szansą na pozyskanie kapitału w przypadku problemów z otrzymaniem finansowania zewnętrznego. Ponadto w porównaniu z podwyższeniem kapitału własnego, dokonując emisji obligacji, spółka korzysta z tarczy podatkowej. Koszty odsetek zmniejszają podstawę opodatkowania, a tym samym prowadzą do obniżenia samego podatku. Dzięki temu efektywny koszt długu jest niższy.

Aby przedsiębiorstwo znalazło nabywców na niżej oprocentowane obligacje, inwestorzy muszą być przekonani o prawdopodobnym wzroście cen akcji. Tym samym muszą wierzyć, że niższy kupon odsetkowy zostanie zrekomensowany korzystnym przekonwertowaniem obligacji. Istotną rolę odgrywa tutaj zmienność cen akcji spółki. Im jest ona większa, tym większa szansa, że cena rynkowa waloru przekroczy cenę zamiany, a po stronie obligatariusza wystąpi premia.

Oprócz zmienności cen akcji wpływ na prawdopodobieństwo konwersji, a tym samym na możliwość obniżenia oprocentowania obligacji, mają jej parametry wewnętrzne ustalane przez emitenta. Jednym z nich jest cena konwersji. Niższa jej wartość to jednocześnie większe prawdopodobieństwo, że po dokonaniu zamiany w posiadaniu inwestora znajdzie się znaczna liczba akcji, których cena rynkowa przewyższać będzie cenę konwersji. Podobną rolę pełni czas konwersji. Im jest on dłuższy, tym większa szansa, że rynkowa cena akcji zdąży wzrosnąć tak, aby w momencie zamiany przewyższać cenę konwersji. Analogicznie im więcej dostępnych terminów zamiany dla inwestora (np. kilka razy w każdym okresie odsetkowych), tym większe prawdopodobieństwo na zyskowną konwersję.

Należy też podkreślić, że odległe momenty konwersji wymagają dłuższego czasu życia obligacji, a to z kolei oddała moment wykupu instrumentów przez emitenta. Dzięki temu pomniejszany jest realny koszt kapitału, a zdolność przedsiębiorstwa do regulowania bieżących zobowiązań ulega poprawie.

3. Analiza wybranych obligacji zamiennych notowanych na rynku Catalyst

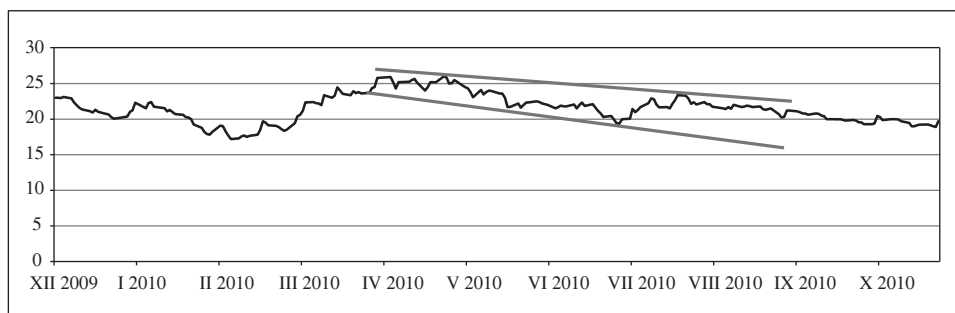
Skuteczność wykorzystania obligacji zamiennych jako instrumentu obniżającego koszt kapitału oraz pozwalającego na pozyskanie finansowania w okresie niskiej wyceny rynkowej przedsiębiorstwa zbadano na podstawie danych o obligacjach zamiennych wyemitowanych przez wybrane polskie spółki akcyjne. Z uwagi na większą dostępność informacji, analizie poddano te emisje, które uplasowane zostały na rynku Catalyst. Przyjęto stan na lipiec 2012 r. W sumie zanalizowano sześć emisji dokonanych przez pięć spółek.

Gant Development SA

Emisji obligacji zamiennych spółka dokonała 30 września 2010 r. Z wykresu notowań giełdowych emitenta (rys. 1) wynika, że był to okres utrzymującej się tendencji spadkowej. Po znacznym wzroście cen akcji w pierwszym kwartale 2010 r. notowania sukcesywnie niżkowały. W porównaniu ze szczytowym poziomem 26 zł w kwietniu, pod koniec września rynkowa cena akcji wynosiła niecałe 20 zł.

Warto podkreślić, że pomiędzy początkiem tendencji spadkowej a momentem emisji obligacji zamiennych nastąpił miesiąc ożywienia. Łatwo dostrzec na wykresie, że krótkie odwrócenie trendu miało miejsce w lipcu, kiedy to nastąpił wzrost cen o prawie 16%. Wówczas, 31 lipca, podjęto uchwałę o emisji obligacji zamiennych.

Uwarunkowania rynkowe tej emisji zgodne są więc z wcześniejszymi założeniami teoretycznymi. W momencie utrzymującej się tendencji spadkowej cen akcji podwyższenie kapitału własnego było ryzykowne. Mogło nie przynieść oczekiwanych efektów i przyczynić się do dalszych spadków. Emisja obligacji zamiennych sprawiła, że moment podwyższenia kapitału został oddalony w czasie.



Rys. 1. Notowania akcji spółki Gant Development SA w okresie 1.12.2009 – 31.10.2012 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Cena zamiany obligacji, przy wycenie rynkowej akcji w momencie emisji 19,55 zł, została ustalona na poziomie 25 zł. Osiągnięcie premii konwersji przez inwestora wymagało więc ponad 25% wzrostu notowań, czyli powrotu do ceny z początku drugiego kwartału. Niemniej jednak ustalenie 30-miesięcznego czasu do wykupu obligacji oraz pięciu możliwych terminów konwersji zwiększyło prawdopodobieństwo zysku kapitałowego dla obligatariusza.

Ustalając w ten sposób parametry obligacji, spółka mogła obniżyć jej stopę kuponową. W tabeli 1 zestawiono oprocentowania obligacji zamiennej oraz obligacji zwykłych wyemitowanych przez Gant Development w bliskim okresie. Stopa kuponowa instrumentu hybrydowego jest niższa aż od pięciu z sześciu rozważanych obligacji zwykłych. W jednym tylko przypadku oprocentowania obligacji zamiennej i zwykłej są sobie równe. Należy jednak zwrócić uwagę na gwarantowaną w obligacji zamiennej dodatkową premię, która wypłacona ma być w momencie zapadalności instrumentu tym inwestorom, którzy nie dokonają konwersji.

Wyłacona premia, z punktu widzenia obligatariusza, rekompensuje niższy kupon odsetkowy, ale z perspektywy emitenta, podwyższa koszt pozyskanego kapitału. Wierząc, że nastąpi wzrost cen akcji, spółka może przewidywać, że zdecydowanie większa część inwestorów dokona zamiany. Ponadto premia braku konwersji wyłacona ma być dopiero w momencie zapadalności obligacji, a to oznacza, że przez 30 miesięcy jej życia spółka korzysta z niżej oprocentowanego kapitału, mogąc realizować projekty inwestycyjne z mniejszym bieżącym obciążeniem finansowym.

Tabela 1. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Gant Development SA

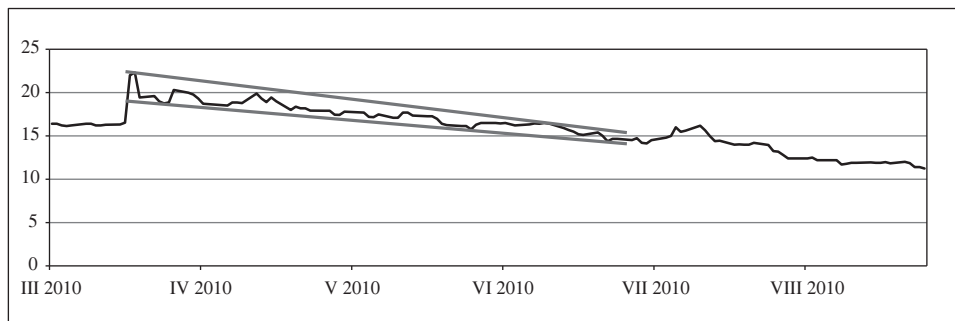
Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
29/03/2010	WIBOR 3M + 6,5%	2 lata	–	–
27/05/2010	WIBOR 3M + 4,5%	3 lata	–	–
02/07/2010	WIBOR 6M + 4%	2 lata	–	–
06/09/2010	WIBOR 3M + 6,5%	2 lata	–	–
30/09/2010	WIBOR 6M + 4%	30 miesięcy	30/03/2011 29/09/2011 30/03/2012 28/09/2012 29/03/2013	Premia braku konwersji 6,25%
23/12/2010	WIBOR 3M + 6%	2 lata	–	–
05/05/2011	WIBOR 3M + 6,5%	2 lata	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

Marvipol SA

Badaniu poddano dwie serie obligacji zamiennych spółki notowane na rynku Catalyst. Pierwsza z nich, seria B, wyemitowana została 29 czerwca 2010 r., natomiast druga, seria D, 16 września 2011 r.

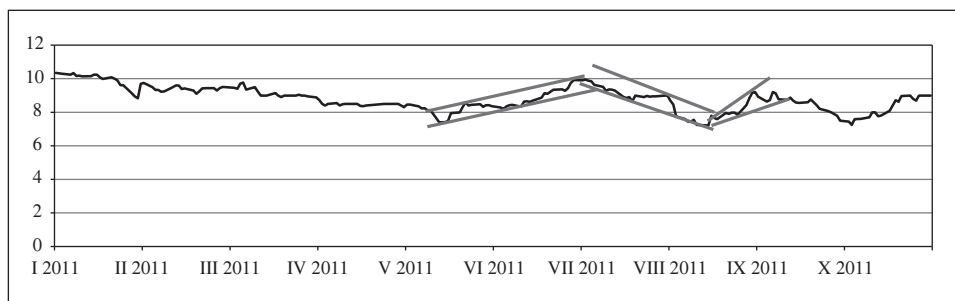
Na rys. 2 przedstawiono notowania giełdowe spółki w okresie poprzedzającym emisję obligacji serii B. Jak można zauważyć, drugi kwartał 2010 r. był okresem ciągłych spadków. Od momentu gwałtownego wzrostu notowań w połowie marca ceny akcji, z poziomu 22 zł, zmalały w ciągu trzech miesięcy do 15 zł. W momencie emisji obligacji zamiennych rynkowa wycena spółki była najniższa od ponad pół roku. Okres tak niskich notowań nie był dobrym momentem na podwyższenie kapitału własnego. Utrzymujący się trend spadkowy zagrozić mógł powodzeniu emisji akcji. Realne było zagrożenie braku zainteresowania inwestorów, jak i nasilenia się dalszych spadków notowań spółki.



Rys. 2. Notowania akcji spółki Marvipol SA w okresie 1.03.2010 – 31.08.2010 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Uwarunkowania rynkowe towarzyszące emisji serii D obligacji były nieco inne. Notowania spółki charakteryzowały się większą zmiennością. Moment emisji obligacji poprzedzały około miesięczne okresy naprzemiennych wzrostów i spadków (rys. 3). Obserwowana niestabilność cen akcji nie sprzyjała podwyższeniu kapitału własnego. Inwestorzy jednak mogli oczekiwać, że w dłuższym czasie odbicie cen będzie początkiem długotrwałej tendencji wzrostowej. W kontekście emisji obligacji zamiennych była to szansa na przyszłe zyski z konwersji.



Rys. 3. Notowania akcji spółki Marvipol SA w okresie 1.01.2011 – 31.10.2011 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Różnice pomiędzy wyceną rynkową spółki towarzyszące emisji obu serii obligacji przełożyły się na parametry wewnętrzne instrumentów (tabela 2). Cena zamiany obligacji serii B ustalona została na poziomie 12,80 zł, a więc poniżej rynkowej ceny akcji. Przy utrzymującej się tendencji spadkowej notowań i braku

sygnału odwrócenia trendu, ustalenie wyższej ceny konwersji utrudniłoby spółce znalezienie nabywców na jej obligacje. Ponadto ustalając stosunkowo długi, trzyletni okres życia obligacji oraz sześć dostępnych terminów zamiany, zyskowna konwersja stała się dla inwestora bardziej prawdopodobna. Dzięki niskiej cenie zamiany i długiemu okresowi do wykupu obligacji udało się spółce obniżyć koszty obsługi długu. W porównaniu z oprocentowaniem obligacji zwykłych stopa kuponowa hybrydowego instrumentu jest zdecydowanie niższa.

Tabela 2. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Marvipol SA

Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
29/06/2010	WIBOR 3M + 3%	3 lata	29/12/2010 29/06/2011 29/12/2011 29/06/2012 29/12/2012 29/06/2013	Premia braku konwersji 6%
01/09/2010	WIBOR 3M + 5,8%	3 lata	–	–
29/10/2010	WIBOR 3M + 5,7%	1 rok	–	–
06/12/2010	9,45%	3 lata	–	–
13/12/2010	9,45%	3 lata	–	–
04/01/2011	9,45%	3 lata	–	–
08/04/2011	WIBOR 3M + 5,9%	4 lata	–	–
16/09/2011	WIBOR3M + 4,29%	3 lata	16/03/2011 16/09/2011 16/03/2012 16/09/2012 16/03/2013 16/09/2013	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

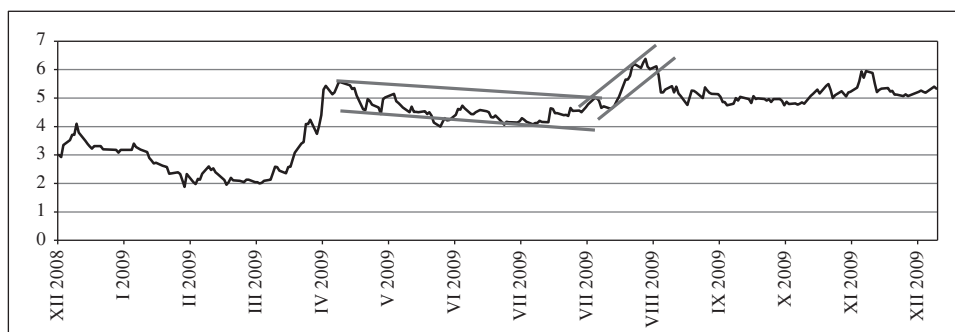
Podobnie jednak jak Gant Development, Marvipol zagwarantował premię braku konwersji. 6% wartości nominalnej instrumentu stanowi dla inwestora swego rodzaju rekompensatę za niższe kupony odsetkowe. W przypadku braku dodatkowej premii i silnych spadków cen akcji, o wiele trudniej byłoby przekonać inwestorów do inwestycji w obligacje zamienne. Ważne dla spółki jest to, że premia braku konwersji podwyższa koszt obsługi obligacji, ale nadal pozwala na niższe oprocentowanie nominalne obligacji, a to z kolei ułatwia bieżące regulowanie płatności na rzecz inwestorów.

Seria D obligacji Marvipolu została również wyemitowana na okres trzyletni, z konwersją możliwą co pół roku. Uwagę warto zwrócić na cenę zamiany, która

w tym przypadku jest zmienna. Dla pierwszych dwóch terminów konwersji wynosiła 11 zł, dla dwóch kolejnych 12 zł, a dla ostatnich 13 zł. W momencie emisji obligacji rynkowe notowania spółki wynosiły natomiast 8,56 zł za akcję. W związku ze zmienną ceną konwersji prawdopodobieństwo zyskowej zamiany obligacji przez inwestora zmniejsza się wraz z upływem czasu, a więc oprocentowanie obligacji serii D jest wyższe od stopy kuponowej rozważanej wcześniej obligacji serii B. Niemniej jednak emisja serii D nadal pozwoliła na pozyskanie kapitału niższym kosztem. Oprocentowanie wszystkich rozważanych obligacji zwykłych spółki jest wyższe od kuponu oferowanego w instrumencie hybrydowym.

MCI Management SA

Spółka wyemitowała obligacje zamienne 11 września 2009 r. Na rys. 4 przedstawiono, jak zmieniała się wycena rynkowa spółki w okresie poprzedzającym emisję. Pod koniec pierwszego kwartału nastąpił silny wzrost cen akcji. W ciągu miesiąca notowania spółki wzrosły o ponad 100%, następnie na ponad 3 miesiące ceny ustabilizowały się na poziomie 4–5 zł. Z emisją obligacji spółka czekała jednak na kolejny sygnał wzrostu notowań, dlatego emisji dokonała dopiero po kolejnym wzroście cen akcji w sierpniu, budząc tym większe nadzieje inwestorów na zyski kapitałowe z tytułu premii konwersji.



Rys. 4. Notowania akcji spółki MCI Management SA w okresie 1.12.2008 – 31.12.2009 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Cena zamiany ustalona została na poziomie 6,25 zł. Była to niska wartość, biorąc pod uwagę, że w momencie emisji obligacji akcje spółki były wyceniane na ponad 5 zł. Ponadto w trakcie stosunkowo długiego, trzyletniego czasu życia obligacji dostępnych było wiele terminów konwersji. Prawo do zamiany inwestor mógł zrealizować w każdy 20 dzień parzystego miesiąca, począwszy od 20 lutego

2010 r. Zważywszy więc na ustalone przez emitenta wewnętrzne parametry obligacji oraz na sygnał rozpoczynającego się bezpośrednio przed emisją trendu wzrostowego notowań spółki, prawdopodobieństwo wystąpienia premii konwersji dla inwestora było wysokie.

Nie można jednak pominąć faktu, że w rozważaną obligację wbudowana została opcja wcześniejszego wykupu na żądanie emitenta. Mogła ona być zrealizowana w sytuacji, gdy po dniu emisji obligacji cena rynkowa akcji spółki chociaż raz przekroczyłaby cenę zamiany o 50% (czyli osiągnęła poziom ok. 9,40 zł), najwcześniej jednak na rok przed datą zapadalności obligacji.

Zastrzegając sobie prawo do wcześniejszego wykupu, emitent zabezpieczył się przed oddaniem akcji po cenie znacznie niższej od rynkowej, tym samym utrudnił inwestorom osiągnięcie prawdopodobnych, a jednocześnie ponadprzeciętnych zysków z konwersji. Działanie takie uniemożliwiło emitentowi znaczne obniżenie oprocentowania obligacji. Na podstawie tabeli 3 można zauważyć, że stopy kuponowe obligacji zwykłych były równe lub minimalnie wyższe od oprocentowania instrumentu hybrydowego.

Tabela 3. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez MCI Management SA

Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
11/09/2009	WIBOR 6M + 4%	3 lata	20 dzień każdego parzystego miesiąca	Opcja wcześniejszego wykupu przez emitenta
01/07/2010	WIBOR 6M + 4,75%	3 lata	–	–
01/04/2011	WIBOR 6M + 4%	3 lata	–	–

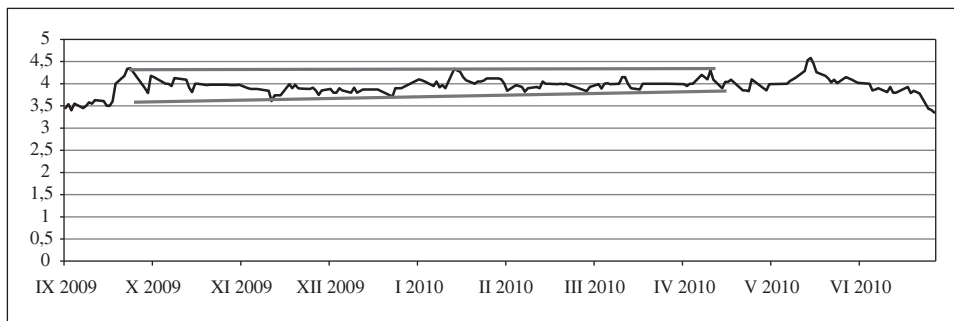
Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

Mera SA

Emisji obligacji zamiennych Mera dokonała 22 kwietnia 2010 r. Jej notowania giełdowe w okresie poprzedzającym emisję były bardzo stabilne. Na rys. 5 przedstawiającym kształtowanie się cen akcji spółki nie ma silnych wahań. Trudno dopatrzeć się sygnałów zarówno ożywienia, jak i początku trendu spadkowego. Dynamika wyceny rynkowej spółki w okresie przed emisją obligacji różni się więc od rozważanych do tego czasu przypadków.

W momencie emisji obligacji cena akcji spółki wynosiła 4,09 zł. Cena konwersji ustalona została natomiast na poziomie 5 zł. Do zyskowej zamiany obligacji wymagany był więc około 25% wzrost notowań spółki. Warto zaznaczyć, że jej wycena rynkowa kształtowała się na tym poziomie ostatni raz pod koniec 2007 r. Ponadto w porównaniu z wcześniej rozważanymi emisjami dwuletni

czas życia obligacji zamiennej spółki był krótki. Należy też zwrócić uwagę, że konwersja możliwa była tylko w chwili zapadalności obligacji. Można więc przypuszczać, że do tego momentu spółka nie chciała podwyższać kapitału własnego.



Rys. 5. Notowania akcji spółki Mera SA w okresie 1.09.2009 – 30.06.2010 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Tabela 4. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Mera SA

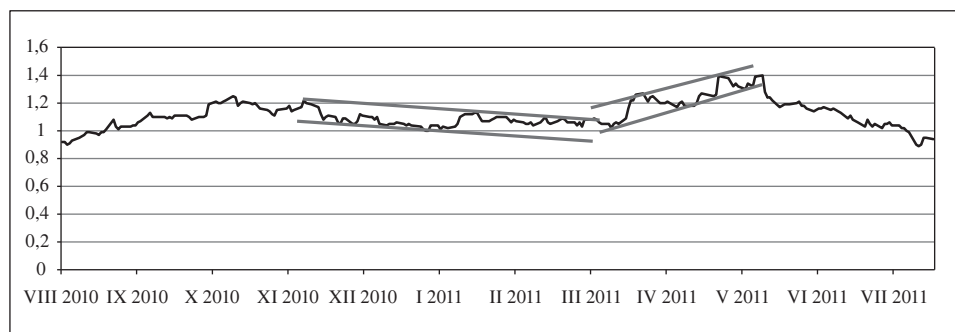
Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
22/04/2010	WIBOR 3M + 8%	2 lata	23/04/2012	
17/06/2011	WIBOR 3M + 7,5%	3 lata	–	Opcja wcześniejszego wykupu przez emitenta; Dodatkowa płatność z tytułu wcześniejszego wykupu w wysokości 1,0 % (dla I i II okresu odsetkowego) lub 0,5% (dla III i IV okresu odsetkowego)
6/12/2011	WIBOR 3M + 8%	2 lata	–	Opcja wcześniejszego wykupu przez emitenta; Dodatkowa płatność z tytułu wcześniejszego wykupu w wysokości 0,5% wartości nominalnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

Stabilne notowania akcji spółki, ustalenie relatywnie wysokiej ceny zamiany i krótkiego czasu konwersji obligacji, uczyniły zamianę mało prawdopodobną. Tym samym nie udało się spółce znacząco obniżyć oprocentowania obligacji. Z danych zawartych w tabeli 4 wynika, że stopy kuponowe instrumentu hybrydowego i obligacji zwykłych kształtują się na takim samym poziomie.

Rubicon Partners NFI SA

Obligacje zamienne spółka wyemitowała 26 kwietnia 2011 r. Od końca 2010 r. ceny utrzymywały się na relatywnie stabilnym poziomie (rys. 6). Trend wzrostowy pojawił się dopiero w połowie marca. Niedługo po tym spółka podjęła uchwałę o emisji obligacji zamiennych. Wzrost notowań spółki pod koniec pierwszego kwartału mógł zostać odczytany jako początek długoterminowego trendu zarówno przez emitenta, jak i przez inwestorów. Tym samym zwiększał prawdopodobieństwo wystąpienia po stronie obligatariusza premii konwersji. Cenę zamiany (1,60 zł) ustalono jednak wysoko. Notowań na tym poziomie spółka nie osiągała od kilku lat. Przy dwuletnim czasie do wykupu obligacji cena mogła nie wzrosnąć do poziomu gwarantującego inwestorowi premię konwersji. Mimo to tabela 5 wskazuje, że spośród trzech rozważanych serii obligacji, najniższe oprocentowanie miała obligacja zamienna. Emisja obligacji zamiennej okazała się więc w tym przypadku bardzo skutecznym narzędziem obniżenia kosztu kapitału. Nawet przy wysokiej cenie konwersji, ale z szansą na długotrwały trend wzrostowy, oprocentowanie instrumentu hybrydowego było niższe.



Rys. 6. Notowania akcji spółki Rubicon Partners NFI SA w okresie 1.08.2010 – 31.07.2011 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych (www.stooq.pl, dostęp: 5.11.2012).

Tabela 5. Parametry wybranych obligacji wyemitowanych przez Rubikon Partners NFI SA

Data emisji	Oprocentowanie	Czas do wykupu	Daty konwersji	Dodatkowe opcje
15/09/2010	WIBOR 6M + 7%	1 rok	–	–
26/04/2011	WIBOR 6M + 6%	2 lata	–	Obligacja zamienna (brak danych o datach konwersji)
16/09/2011	WIBOR 6M + 8%	1 rok	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów emisyjnych (www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 5.11.2012).

4. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wybranych serii obligacji zamiennych pozwala na sformułowanie kilku wniosków. Moment emisji obligacji w każdej z sześciu rozważanych spółek poprzedzały spadki jej notowań, relatywnie niska wycena lub silne wahania cen akcji. W większości przypadków bezpośrednio przed emisją długu pojawił się sygnał odwrócenia trendu. Obserwacje te potwierdzają tezę, że na finansowanie hybrydowe spółki decydują się głównie w okresie swojej niskiej wyceny rynkowej, kiedy emisja akcji mogłaby nie przynieść oczekiwanych rezultatów, a dostęp do kredytu jest ograniczony. Ponadto obserwowana bezpośrednio przed emisją zmiana trendu może być postrzegana jako zapowiedź długotrwałego zwyżkowania notowań spółki. Z punktu widzenia inwestora zwiększa to prawdopodobieństwo jego przyszłych zysków z konwersji, a tym samym podnosi atrakcyjność inwestycyjną obligacji zamiennych.

O możliwościach wykorzystania finansowania hybrydowego do obniżania kosztu kapitału przez spółkę świadczy analiza oprocentowania obligacji. W przypadku czterech spośród sześciu rozważanych emisji stopa kuponowa obligacji zamiennych była niższa od oprocentowania obligacji zwykłych. W dwóch pozostałych przypadkach stopy kuponowe zostały ustalone na równym bądź podobnym poziomie. Nigdy oprocentowanie obligacji zamiennej nie było wyższe od oprocentowania obligacji kuponowej.

Należy też zaznaczyć, jak dużą rolę odgrywają parametry wewnętrzne obligacji zamiennych. W przypadkach gdy szansa zyskowej dla inwestora zamiany była mniejsza (z uwagi na wysoką cenę konwersji lub małe prawdopodobieństwo wzrostu cen akcji), nie zaobserwowano w ogóle obniżenia oprocentowania obligacji zamiennej lub było ono rekompensowane poprzez premię braku konwersji. Należy jednak zauważyć, że wypłata należnej premii zawsze miała nastąpić

w chwili zapadalności obligacji. Oznacza to, że przez cały okres życia instrumentu koszty obsługi zaciągniętego przez spółkę długu były nominalnie niższe, przez co pozytywnie wpływały na jej bieżące wskaźniki płynności. Kapitał pozyskany przy niższym oprocentowaniu nominalnym obligacji mógł być więc efektywnie wykorzystany w bieżących projektach inwestycyjnych.

Warto też zwrócić uwagę na to, jak duże były różnice pomiędzy oprocentowaniem obligacji zwykłych i kuponowych. Wielkości te wahały się w przedziale 0,5–2 pkt procentowych. Nie były to więc bardzo duże odchylenia. Brak znacznych różnic można próbować wytłumaczyć wieloma czynnikami. Przede wszystkim rynek obligacji zamiennych w Polsce wciąż się rozwija, a finansowanie hybrydowe nadal pozostaje rzadkim źródłem pozyskiwania kapitału. Stąd mniejsze jest zainteresowanie inwestorów tymi instrumentami, a tym samym spore oczekiwania co do stopy zwrotu z inwestycji.

Możliwości obniżenia oprocentowania obligacji związane są silnie z jej parametrami wewnętrznymi. W rozważanych przypadkach brakowało instrumentów, o których już w momencie emisji można było powiedzieć, że z bardzo dużym prawdopodobieństwem przyniosą inwestorowi zysk z zamiany. Wynikało to zazwyczaj ze stosunkowo wysokiej ceny konwersji lub z braku sygnału przyszłych wzrostów cen akcji.

Formułując wnioski, należy pamiętać, że analizy dokonano na przykładzie tylko sześciu emisji obligacji zamiennych. Stąd przy definiowaniu uogólnień należy zachować ostrożność. W badaniu pominięto czynniki pozarynkowe, które mogły mieć wpływ na wybór momentu emisji, poziomu stopy kuponowej oraz ceny i czasu konwersji obligacji. Niemniej jednak zaobserwowane zależności świadczą o potencjalnych możliwościach i korzyściach płynących z finansowania hybrydowego w spółkach i mogą stanowić podstawę do głębszej analizy problemu.

Literatura

- Antkiewicz S. [2011], *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Poślad M., Thiel S., Zwoliński T. [2006], *Akcje i obligacje korporacyjne. Oferta publiczna i prywatna*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. [2007], *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Streszczenie

Rozwijające się przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał poprzez dwie podstawowe formy finansowania: własną i obcą. Obie metody mają zalety, ale też niosą pewne ryzyko.

Rozwiązaniem tego problemu może być finansowanie hybrydowe, realizowane w drodze emisji obligacji zamiennych. Instrumenty te, poprzez swoją konstrukcję, pozwalają na obniżenie kosztu pozyskania przez przedsiębiorstwo kapitału, a dla inwestorów są szansą na zyski z tytułu premii konwersji.

Przeprowadzona analiza obligacji zamiennych notowanych na polskim rynku Catalyst wskazuje, że instrumenty te są szczególnie użyteczne w okresie niskiej wyceny rynkowej spółki, kiedy emisja akcji mogłaby nie przynieść oczekiwanych rezultatów. Prawa dodane wpisane w obligacje zamienne pozwalają na obniżenie ich oprocentowania, a tym samym zmniejszenie bieżących kosztów obsługi długu przez przedsiębiorstwo.

Słowa kluczowe: obligacje zamienne, finansowanie hybrydowe, koszt kapitału, Catalyst.

The Application of Convertible Bonds to Decrease the Cost of Capital in a Company Based on an Analysis of Given Instruments Traded on the Catalyst Market

A developing company can obtain capital from two main sources: issuing shares and debt. Both methods have their advantages but also some risk factors. Issuing convertible bonds, a form of hybrid financing, is one way to address the risk. These financial instruments enable a company to decrease its cost of capital while also allowing investors to profit from a conversion premium.

Analysis of convertible bonds traded on the Catalyst market shows that the hybrid instruments are the most efficient when the market price of the company is low and issuing shares might not bring about the desired results. Moreover, additional rights incorporated into convertible bonds enable the company to decrease the coupon rate and costs of issuing debt.

Keywords: convertible bonds, hybrid financing, cost of capital, Catalyst.