

Damian Kaźmierczak*

Wykorzystanie obligacji zamiennych w restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

Przez cały okres swojej działalności przedsiębiorstwa są narażone na problemy z generowaniem gotówki, do czego mogą przyczynić się m.in. niefortunne decyzje kadry zarządzającej, pogarszająca się sytuacja rynkowa lub zaostrzenie polityki pieniężnej przez bank centralny. Konsekwencją utrzymującego się stanu obniżonej płynności finansowej są kłopoty spółek z regulowaniem bieżących zobowiązań i trudności ze spłatą zapadających kredytów i obligacji. Takie symptomy powinny skłonić zarząd przedsiębiorstwa do zainicjowania procesu restrukturyzacji, która w krótkim terminie pozwoli na uniknięcie niewypłacalności, natomiast w dłuższej perspektywie umożliwi zarządzającym spłatę wszystkich wierzycelności i zapewni spółce kontynuację działalności w oparciu o silne fundamenty ekonomiczne. Już w początkowej fazie restrukturyzacji zarząd powinien skoncentrować swoje wysiłki na dokonaniu przeglądu źródeł finansowania przedsiębiorstwa i przeprowadzić reorganizację jego pasywów, aby dostosować je do bieżącej sytuacji ekonomicznej i uniknąć wszczęcia działań windykacyjnych ze strony wierzycieli. Podejmowane w ramach restrukturyzacji finansowej aktywności obejmują m.in. renegocjację spłaty zobowiązań, konsolidację długu, redukcję zadłużenia albo konwersję wierzycelności na udziały lub akcje (*debt-for-equity swap*). Innym znanym sposobem reorganizacji pasywów jest emisja dłużnych instrumentów hybrydowych, takich jak obligacje zamienne (*convertible bonds*).

Hybrydowa natura obligacji zamiennych, która łączy w sobie cechy kapitału własnego i cechy kapitału obcego, sprawia, że są one chętnie wykorzystywane przez podmioty znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej, m.in. do zrefinansowania wyżej oprocentowanych instrumentów dłużnych, przedterminowej spłaty kredytów bankowych lub do sfinansowania nowych inwestycji pozwalających odzyskać rentowność. Pomimo niewątpliwych zalet dłużnego kapitału hybrydowego w procesach naprawczych

* Dr, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź, damian.kazmierczak@uni.lodz.pl

przedsiębiorstw temat ten zajmuje zaskakująco mało miejsca w światowej literaturze przedmiotu. Wprawdzie w wielu badaniach podejmowana jest obecnie problematyka emisji obligacji zamiennych przez instytucje bankowe, w których wykorzystywany jest mechanizm automatycznej konwersji zadłużenia na kapitał własny w sytuacjach kryzysowych (*contingent convertibles*, CoCos) [m.in. Avdijev i inni, 2015; Ammann i inni, 2015], to badacze niewiele uwagi poświęcają zastosowaniu długu zamiennego w procesach restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw niefinansowych [Gillet, De La Bruslerie, 2010]. Podobna sytuacja ma miejsce także w polskich realiach, jednak ze względu na marginalne znaczenie obligacji zamiennych na polskim rynku kapitałowym w porównaniu ze skalą emisji tych instrumentów na świecie [Calamos, 2017] niedostatek wiedzy na temat wykorzystania hybrydowych instrumentów dłużnych przez rodzime podmioty gospodarcze jest widoczny praktycznie na każdym polu [zob. Kaźmierczak, 2018].

Intencją autora jest wypełnienie wskazanej luki badawczej. Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn emisji obligacji zamiennych w celach restrukturyzacyjnych realizowanych przez przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych (dalej: GPW) w Warszawie. Kompleksowa analiza warunków emisji długu zamiennego przeprowadzonych w latach 2009–2017 oraz sytuacji finansowej emitentów pozwoli na udzielenie odpowiedzi na dwa kluczowe pytania. Po pierwsze, jaka jest skala wykorzystania obligacji zamiennych w celach restrukturyzacyjnych na polskim rynku kapitałowym? Po drugie, co motywuje polskie przedsiębiorstwa do wykorzystania długu zamiennego w procesie reorganizacji pasywów?

Należy zaznaczyć, że konkluzje sformułowane na podstawie przeprowadzonej analizy empirycznej wpisują się w światowy nurt badań związanych z problematyką wykorzystania obligacji zamiennych przez współczesne przedsiębiorstwa i uzupełniają wiedzę na temat motywów emisji tych instrumentów przez podmioty gospodarcze z regionu Europy Środkowo-Wschodniej i Polski. Jednocześnie niniejsza praca jest pierwszym opracowaniem podejmującym tematykę zastosowania długu zamiennego w procesach restrukturyzacji finansowej spółek funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym i stanowi ważną pozycję przyczyniającą się do zwiększenia świadomości na temat przyczyn emisji dłużnych instrumentów hybrydowych przez krajowe przedsiębiorstwa.

Na podstawie wyników dotychczasowych badań można przypuszczać, że obligacje zamienne mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa w procesach restrukturyzacyjnych z dwóch powodów. Po pierwsze, spółki zagrożone bankructwem mogą emitować dług zamienny dla

redukcji kosztów zewnętrznego finansowania [m.in. Bancel i inni, 2009]. Po drugie, podmioty znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej mogą wykorzystywać hybrydowe instrumenty dłużne do ograniczenia czasu i kosztów związanych z podwyższeniem kapitał własnego w porównaniu ze zwykłą emisji akcji [m.in. Gomez, Philips, 2012].

Artykuł składa się ze wstępu, czterech części merytorycznych i zakończenia. W części pierwszej dokonano przeglądu literatury związanej z problematyką emisji obligacji zamiennych pod kątem ich wykorzystania w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw. W części drugiej dokonano opisu próby badawczej i przedstawiono metodykę badania empirycznego. W części trzeciej zaprezentowano wyniki analizy. Część czwarta zawiera dyskusję otrzymanych rezultatów.

1. Przegląd literatury

Specyfika obligacji zamiennych sprawia, że instrumenty te mogą być z powodzeniem wykorzystywane w procesach restrukturyzacyjnych przez przedsiębiorstwa zagrożone utratą wypłacalności. W wielu badaniach ankietowani przedstawiciele kadry zarządzającej wskazują, że kluczową cechą, która skłania ich do podjęcia decyzji o emisji długu hybrydowego, jest jego relatywnie niższe oprocentowanie w porównaniu ze zwykłym długiem korporacyjnym o podobnych parametrach i ryzyku, ale bez wbudowanej opcji konwersji [Bancel, Mittoo, 2004; Brounen i inni, 2006; Bancel i inni, 2009]. Ze względu na dołączoną opcję zamiany posiadanych instrumentów dłużnych na określoną liczbę akcji emitenta obligatariusze są skłonni do akceptacji niższego kuponu procentowego, przez co emisja obligacji zamiennych wydaje się być dobrym rozwiązaniem dla przedsiębiorstw o stosunkowo wyższym ryzyku finansowym [Brennan, Schwartz, 1988] i zagrożonych bankructwem [Stein, 1992]. Spółki dokonujące reorganizacji swoich pasywów mogą wykorzystać środki pochodzące z emisji obligacji zamiennych do spłaty wyżej oprocentowanych kredytów bankowych i innych wyemitowanych instrumentów dłużnych, mając na uwadze, że ewentualna realizacja opcji konwersji przez obligatariuszy zwolni je z obowiązku wykupu długu i dojdzie do redukcji poziomu zadłużenia (najpoważniejszą negatywną konsekwencją konwersji jest rozwodnienie udziałów dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale zakładowym emitenta) [Gillet, De La Bruslerie, 2010].

Ponadto z powodu dualnej natury długu zamiennego, który daje obligatariuszom gwarancję zwrotu kapitału i prawo do partycypacji we wzroście wartości rynkowej emitenta, obligacje zamienne często są emitowane przez spółki mające trudności z pozyskaniem zewnętrznego finansowania [Lewis i inni, 2001]. W takim przypadku emisja długu zamiennego jest

adresowana do największych wierzycieli (np. banków) lub instytucji pełniących rolę pożyczkodawców ostatniej szansy, np. funduszy wysokiego ryzyka [Brown i inni, 2012] lub wyspecjalizowanych agencji rządowych (np. polskiej Agencji Rozwoju Przemysłu, ARP).

Inną strategią wykorzystywaną w procesach naprawczych jest przeznaczenie środków pozyskanych z emisji obligacji zamiennych do sfinansowania nowych inwestycji, które mają poprawić rentowność przedsiębiorstwa i ułatwić mu wyjście z kryzysu finansowego [Gillet, De La Bruslerie, 2010]. W zależności od powodzenia planu inwestycyjnego obligatariusze albo zdecydują się na przeprowadzenie konwersji, która poprawi wskaźniki zadłużenia emitenta, albo zrezygnują z zamiany długu na akcje, jednak spółka skorzysta na niższych kosztach obsługi długu. Idea ta bazuje na tzw. koncepcji finansowania sekwencyjnego (*sequential financing hypothesis*), w myśl której obligacje zamienne stanowią znakomite narzędzie do sfinansowania wieloetapowego procesu inwestycyjnego przedsiębiorstwa [Mayers, 1998].

Co więcej, biorąc pod uwagę fakt, że większość obligacji zamiennych wyemitowanych na świecie trafia do grupy wyselekcjonowanych obligatariuszy w oparciu o ofertę prywatną [Calamos, 2017], wiele przedsiębiorstw może dokonywać emisji długu hybrydowego dla ograniczenia czasu i kosztów zwykłej emisji akcji [Huang, Ramirez, 2010; Gomez, Phillips, 2012]. Źródłem takiego modelu finansowania należy upatrywać w koncepcji, w której obligacje zamienne są traktowane przez przedsiębiorstwa zagrożone bankructwem jako korzystna alternatywa dla podwyższenia kapitału własnego za pomocą zwykłej emisji akcji [Stein, 1992].

2. Metodyka badania empirycznego

W badaniu empirycznym wykorzystano dane pochodzące ze specjalnie utworzonej do tego celu bazy danych zawierającej wszystkie zidentyfikowane emisje obligacji zamiennych przeprowadzone w latach 2009–2017 przez spółki notowane w momencie emisji długu hybrydowego na GPW w Warszawie. Stworzono ją na podstawie dostępnych danych obejmujących bieżące i okresowe raporty emitentów (tj. sprawozdania finansowe, komunikaty ESPI i EBI), warunki emisji obligacji oraz komunikaty medialne. Następnie z próby badawczej wyłączono cztery emisje zrealizowane przez trzy spółki zagraniczne notowane na GPW, ale które uplasowały obligacje na rynkach zagranicznych. Ponadto trzy spółki wyemitowały jedną serię obligacji podzieloną na kilka transz, które dla ułatwienia potraktowano jak emisję jednej serii obligacji. W kolejnym etapie próbę badawczą podzielono na dwa podzbiory: 1) emisje przeprowadzone w celach restrukturyzacyjnych (m.in. na odbudowę bazy kapitałowej, refinansowanie zapadających

obligacji i przedterminową spłatę kredytów bankowych) oraz 2) emisje zrealizowane w innych celach, a mianowicie 2a) dla pozyskania funduszy na sfinansowanie nowych inwestycji (m.in. transakcji fuzji i przejęć i rozbudowę mocy wytwórczych) oraz 2b) dla osiągnięcia korzyści podatkowych. Ostatecznie próba badawcza objęła 71 emisji obligacji zamiennych (20 emisji restrukturyzacyjnych i 51 emisji inwestycyjnych i w celach podatkowych) przeprowadzonych przez 38 spółek.

Badanie empiryczne zrealizowano w czterech etapach. W części pierwszej dokonano analizy sektorowo-czasowej polskiego rynku obligacji zamiennych pod kątem uchwycenia tendencji w wykorzystaniu długu hybrydowego przez przedsiębiorstwa w procesach restrukturyzacji finansowej. W części drugiej przyjrzano się parametrom emisji obligacji (wartości emisji, długości okresu zapadalności i wysokości oprocentowania), jak również przeanalizowano sytuację finansową emitentów (pod kątem ich wielkości, poziomu rentowności, zadłużenia i wypłacalności). Dane finansowe przedsiębiorstw pozyskano z ostatnich sprawozdań finansowych z roku poprzedzającego rok emisji długu zamiennego. W części trzeciej zastosowano metodę regresji logistycznej dla weryfikacji, w jaki sposób sytuacja finansowa emitentów wpływa na prawdopodobieństwo emisji długu hybrydowego w celu reorganizacji pasywów. W części czwartej przesłedzono adresatów emisji obligacji zamiennych oraz zbadano, czy wyemitowane obligacje zostały przekonwertowane na kapitał własny emitenta (w całości lub w części) lub czy doszło do ich wykupu przez przedsiębiorstwo (w trakcie okresu zapadalności lub w dniu wykupu). Pozwoliło to na ocenę, czy hybrydowe instrumenty dłużne są postrzegane przez polskich emitentów jako alternatywa dla emisji akcji, czy jako substytut dla zwykłego długu.

3. Wyniki badania empirycznego

Wyniki pierwszego etapu badania wskazują, że na emisję długu zamiennego dla celów naprawczych zdecydowało się 10 spółek, które uplasowały na rynku 20 serii obligacji o wartości ok. 0,5 mld. Stanowiło to około jednej czwartej wszystkich obligacji zamiennych wyemitowanych w analizowanym okresie na polskim rynku kapitałowym pod względem liczby i wartości emisji. Ponadto najwięcej emisji obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacji finansowej zostało przeprowadzonych w 2009 r. (3 emisje o wartości ok. 160 mln zł) oraz w latach 2012–2013 (12 emisji o wartości prawie 200 mln zł), natomiast w ostatnim czasie zaobserwowano spadek liczby emisji ratunkowych (tab. 1).

Tablica 1. Emisje obligacji zamiennych w Polsce w latach 2009–2017

Rok	Liczba emisji			Wartość emisji (w mln PLN)		
	Restrukturyzacja	Inne	Σ	Restrukturyzacja	Inne	Σ
2009	3	5	8	160,2	181,5	341,6
2010	–	10	10	–	204,4	204,4
2011	–	9	9	–	361,6	361,6
2012	5	9	14	70,7	194,7	265,4
2013	7	5	12	132,9	203,7	336,6
2014	1	4	5	81,5	217,1	298,6
2015	2	4	6	21,0	32,5	53,5
2016	1	5	6	5,0	11,7	16,7
2017	1	–	1	14,5	–	14,5
Σ	20	51	71	485,8	1407,1	1892,9

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

Wyniki analizy sektorowej pokazują, że restrukturyzację pasywów za pomocą długu zamiennego najczęściej przeprowadzały 1) podmioty działające w sektorach podlegającym cyklicznym wahaniom koniunkturalnym (*consumer cyclical*) (5 emisji: LPP, Redan 2x, Bytom, Sfinks), 2) przedsiębiorstwa z sektorów odpornych na zmiany koniunktury (*consumer non-cyclical*), choć należy podkreślić, że wszystkie emisje zostały zrealizowane przez tylko jedną spółkę (7 emisji: Miraculum 7x) oraz 3) duże konglomeraty przemysłowe (*industrials*) (3 emisje: Trakcja, Polimex-Mostostal 2x). Pozostałymi emitentami długu zamiennego w celach ratunkowych były przedsiębiorstwa z sektora finansowego (3 emisje: DM IDM 3x), ochrony zdrowia (1 emisja: Adiuvo) i materiałów podstawowych (1 emisja: Ergis-Eurofilms) (tab. 2).

W następnej części badania dokonano analizy parametrów obligacji zamiennych (tab. 3). Po pierwsze, dostrzeżono, że spółki giełdowe decydujące się na reorganizację pasywów za pomocą obligacji zamiennych przeprowadzają emisje o stosunkowo niewielkiej wielkości, zarówno w ujęciu nominalnym (ok. 10 mln zł, $U = 468$; $p = 0,591$), jak i w stosunku do wartości swoich aktywów ($U = 320$; $p = 0,034$). Po drugie, podmioty wykorzystujące obligacje w celach restrukturyzacyjnych emitują obligacje z okresem zapadalności średnio o rok dłuższym niż obligacje emitowane z myślą o pozyskaniu funduszy na sfinansowanie inwestycji lub do celów podatkowych (3,5 roku wobec 2,5 roku) ($U = 337$; $p = 0,033$). Po trzecie, przeciętny kupon obligacji emitowanych w procesie restrukturyzacji finansowej jest o ponad trzy punkty procentowe niższy od oprocentowania obligacji emitowanych z innych przyczyn ($U = 272$; $p = 0,019$).

Tablica 2. Emisje obligacji zamiennych z lat 2009–2017 w ujęciu sektorowym

Sektor	Liczba emitentów			Liczba emisji			Wartość emisji (mln PLN)		
	Restr.	Inne	Σ	Restr.	Inne	Σ	Restr.	Inne	Σ
1. Konsum. cykliczny	4	9	13	5	13	18	147,0	365,5	512,5
2. Konsum. niecykl.	1	1	2	7	4	11	59,3	251,8	311,1
3. Przemysłowy	2	1	3	3	2	5	194,5	91,4	285,9
4. Finansowy	1	9	10	3	22	25	50,0	500,5	550,5
5. Ochrony zdrowia	1	1	2	1	1	2	5,0	99,8	104,8
6. Materiałów podst.	1	1	2	1	1	2	30,0	4,8	34,8
7. Energetyczny	–	4	4	–	6	6	–	87,5	87,5
8. Technologiczny	–	2	2	–	2	2	–	5,8	5,8
Razem	10	28	38	20	51	71	485,8	1407,1	1892,9

Uwagi: Sektor emitenta zgodny z Thomson Reuters Business Classification (TRBC).

Objaśnienia: „konsum. cykliczny” – sektor konsumencki cykliczny; „konsum. niecykl.” – sektor konsumencki niecykliczny; „materiałów podst.” – materiałów podstawowych; „restr.” – restrukturyzacja.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

Tablica 3. Warunki emisji obligacji zamiennych

Zmienna	Cel emisji	n	Średnia	Mediana	SD	p
Wartość emisji	Restrukt.	20	24,290	10,194	36,176	0,591
	Pozostałe	51	27,590	14,000	33,851	
Wartość emisji/ Aktywa	Restrukt.	20	0,074	0,050	0,077	0,034*
	Pozostałe	50	0,346	0,075	1,255	
Okres zapadalności	Restrukt.	20	1387,000	1278,500	1201,607	0,033*
	Pozostałe	50	796,540	912,500	401,909	
Kupon	Restrukt.	18	0,076	0,068	0,031	0,019*
	Pozostałe	46	0,093	0,100	0,031	

Uwagi: SD – odchylenie standardowe, p – prawdopodobieństwo w teście Manna-Whitneya; * p < 0,05.

Objaśnienia: „restrukt.” – restrukturyzacja.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

W następnej kolejności przeanalizowano sytuację finansową emitentów obligacji zamiennych (tab. 4). Po pierwsze, wyniki analizy pokazują, że emisje obligacji w procesach restrukturyzacyjnych przeprowadzają silnie niedowartościowane spółki z sektora średnich i dużych, których przeciętna kapitalizacja rynkowa stanowi niewiele ponad jedną czwartą całkowitej

wartości aktywów (mediana kapitalizacji ok. 44 mln zł przy ok. 160 mln zł aktywów). Po drugie, zaobserwowano, że są to przedsiębiorstwa zdecydowanie bardziej zadłużone w porównaniu z pozostałymi emitentami obligacji zamiennych (mediana całkowitej wartości zobowiązań w stosunku do aktywów 72,9% wobec 42,3%, $U = 221$; $p < 0,001$). Podmioty te charakteryzują się także dwukrotnie wyższym poziomem dźwigni finansowej (mediana 3,485 wobec 1,732; $U = 230$; $p = 0,001$), a zysk operacyjny powiększony o amortyzację nie pokrywa kosztów obsługi zadłużenia (mediana EBITDA/Odsetki $-2,996$ wobec $0,428$; $U = 311$; $p = 0,029$). Po trzecie, uwagę zwraca poziom strat generowanych przez emitentów znajdujących się w restrukturyzacji: ich działalność jest zupełnie nierentowna już na poziomie operacyjnym (mediana $-6,9\%$), a przeciętna rentowność kapitału własnego przyjmuje bardzo wysokie wartości ujemne (mediana $-56,2\%$).

Tablica 4. Parametry finansowe emitentów obligacji zamiennych

Zmienna	Cel emisji	n	Średnia	Mediana	SD	p
Aktywa	Restrukt.	20	655,957	160,466	912,240	0,277
	Pozostałe	51	374,924	194,097	571,184	
Kapitalizacja	Restrukt.	20	200,872	44,111	436,261	0,357
	Pozostałe	51	202,688	69,046	273,863	
Dług/Aktywa	Restrukt.	20	0,757	0,729	0,293	<0,001***
	Pozostałe	51	0,499	0,423	0,292	
Dźwignia finansowa	Restrukt.	20	3,839	3,485	2,446	0,001**
	Pozostałe	49	2,002	1,732	1,863	
EBITDA/Odsetki	Restrukt.	20	-1,138	-2,996	4,217	0,029*
	Pozostałe	47	0,652	0,428	5,107	
Marża EBIT	Restrukt.	20	-0,536	-0,069	0,975	0,009**
	Pozostałe	45	0,420	0,108	4,481	
ROE	Restrukt.	20	-0,563	-0,562	0,654	<0,001***
	Pozostałe	51	0,258	0,079	1,597	

Uwagi: „Aktywa” i „Kapitalizacja” są podawane w mln PLN. „Dług/Aktywa” jest liczony jako wartość zobowiązań podzielona przez wartość aktywów. „Dźwignia finansowa” to wartość aktywów podzielona przez wartość kapitału własnego. „EBITDA/Odsetki” to suma zysku operacyjnego i amortyzacji podzielona przez koszty finansowe. „Marża EBIT” to marża operacyjna przedsiębiorstwa obliczona jako iloraz zysku operacyjnego i przychodów ze sprzedaży. „ROE” to rentowność kapitału obcego liczona jako iloraz zysku netto i kapitału własnego.

Objaśnienia: „restrukt.” – restrukturyzacja.

SD – odchylenie standardowe, p – prawdopodobieństwo w teście Manna-Whitneya;

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

W kolejnym etapie badania za pomocą modelu regresji logistycznej oszacowano wpływ wybranych parametrów finansowych emitentów na prawdopodobieństwo emisji obligacji w celach restrukturyzacyjnych (zmienna objaśniana przyjmowała wartości „1” przy emisjach restrukturyzacyjnych i „0” dla emisji zrealizowanych z innych przyczyn). W modelu wykorzystano pięć zmiennych niezależnych: „Dług/Aktywa”, „Dźwignia finansowa”, „EBITDA/Odsetki”, „Marża EBIT” i „ROE”. Zgodnie z oczekiwaniami wyniki regresji logistycznej pokazały, że spółki bardziej zadłużone i mniej rentowne z większym prawdopodobieństwem będą emitowały obligacje zamienne w celach naprawczych (tab. 5). Testy chi-kwadrat i Hosmera-Lemeshowa wskazują na dobre dopasowanie modelu, który poprawnie klasyfikuje ok. 84% emisji obligacji i wyjaśnia ok. 61% wariancji zmiennej zależnej.

Tablica 5. Czynniki wpływające na prawdopodobieństwo emisji obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacji – wyniki regresji logistycznej

Zmienna	B	SE	Wald	df	p	Exp(B)
Dług/Aktywa	5,008	1,794	7,792	1	0,005**	149,553
ROE	-4,642	1,484	9,782	1	0,002**	0,010
Stała	-4,455	1,273	12,239	1	<0,001***	0,012
Chi kwadrat modelu [df]	35,499 [2]					
% Poprawnych klasyfikacji	83,900					
R-kwadrat Nagelkerkego	0,609					

Uwagi: SE – błąd standardowy, ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

Źródło: Obliczenia na podstawie własnej bazy danych.

W ostatniej części badania prześledzono adresatów emisji obligacji zamiennych oraz przeanalizowano, jaki był udział obligacji, które zostały przekonwertowane przez obligatariuszy na kapitał własny. Analizę przeprowadzono w oparciu o nową próbę obejmującą 62 emisje obligacji, która powstała po wyeliminowaniu wciąż aktywnych instrumentów oraz emisji, w których zabrakło informacji na temat ich ewentualnej konwersji lub wykupu przez emitenta. Zaobserwowano, że większość obligacji zamiennych emitowanych na polskim rynku trafia na podstawie umów restrukturyzacyjnych do dotychczasowych obligatariuszy (głównie instytucji bankowych) lub największych wierzycieli w ramach spłaty wymagalnych zobowiązań. W dwóch przypadkach (2 emisje Polimex Mostostalu) obligacje zostały objęte przez Agencję Rozwoju Przemysłu (ARP). Co więcej, prawie wszystkie obligacje zostały uplasowane na rynku w ramach oferty prywatnej. Zauważono także, że niemal wszystkie obligacje wyemitowane w procesach naprawczych (15 na 18 emisji) zostały zamienione na akcje

emitenta przez obligatariuszy (w całości lub w części), a w przypadku ponad połowy z nich do konwersji doszło już w pierwszym tygodniu po emisji długu. Jedynie trzy serie obligacji zostały wykupione przez emitenta w terminie lub przed terminem zapadalności.

4. Dyskusja

Wyniki analizy polskiego rynku obligacji zamiennych i zmian, które zachodziły na nim w ciągu ostatniej dekady, prowadzą do kilku wniosków. Po pierwsze, okazuje się, że w badanym okresie co czwarta obligacja zamienna wyemitowana na polskim rynku kapitałowym była wykorzystywana w procesach restrukturyzacji finansowej przez duże, mocno zadłużone i nierentowne podmioty działające w sektorach: odzieżowym (Redan 2x, LPP, Bytom), gastronomicznym (Sfinks), kosmetycznym (Miraculum 7x), budownictwa przemysłowego i inżynierii lądowej (Trakcja, Polimex Mostostal 2x), finansowym (DM IDM 3x), tworzyw sztucznych (Ergis-Eurofilms) i ochrony zdrowia (Adiuvo). Stosunkowo niewielka liczba obligacji zamiennych wyemitowanych w celach ratunkowych zaprzecza potocznej opinii jakoby dług hybrydowy był wykorzystywany przez podmioty jedynie w ostateczności dopiero po wyczerpaniu innych możliwości pozyskania kapitału. Przeciwnie, aż trzy czwarte emisji na polskim rynku obligacji zamiennych jest przeprowadzanych z myślą o pozyskaniu kapitału na sfinansowanie nowych inwestycji lub dla osiągnięcia korzyści podatkowych.

Po drugie, wyniki badania pokazały, że prawie wszystkie obligacje zamienne wyemitowane w celach restrukturyzacyjnych zostały przekonwertowane na kapitał własny emitenta, a w przypadku ponad połowy z nich do konwersji doszło już w pierwszym tygodniu po emisji długu. Takie spostrzeżenie silnie wspiera tezę, że emitentom zależało na szybkim dokapitalizowaniu spółki, a decyzja o emisji obligacji zamiennych mogła być podyktowana chęcią ograniczenia czasu i kosztów zwykłej emisji akcji [Huang, Ramirez, 2010; Gomez, Philips, 2012]. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że niemal wszystkie emisje zostały uplasowane na rynku w oparciu o relatywnie mniej czasochłonną ofertę niepubliczną.

Po trzecie, zaobserwowano dość zaskakującą prawidłowość, która wskazuje, że obligacje zamienne wykorzystywane w celach ratunkowych są sprzedawane ze znacznie niższym kuponem procentowym niż obligacje emitowane przez spółki znajdujące się w znakomitej sytuacji finansowej. Przyczyny takiego stanu rzeczy należy doszukiwać się w dołączonej do obligacji zamiennych opcji konwersji, która sprawia, że dług hybrydowy jest oferowany potencjalnym inwestorom z niższym oprocentowaniem niż zwykłe obligacje korporacyjne o podobnych parametrach i ryzyku, ale bez

wbudowanej opcji zamiany [Bancel, Mittoo, 2004; Brounen i inni, 2006; Bancel i inni, 2009]. Dokładnie ten atrybut starają się wykorzystywać niektóre polskie spółki, które za pomocą relatywnie tańszego długu zamiennego próbują refinansować wyżej oprocentowane instrumenty dłużne i kredyty bankowe. W takim przypadku w ogóle nie dochodziło do konwersji obligacji lub były one zamieniane na kapitał własny emitenta dopiero w pewnym czasie po emisji długu.

Po czwarte, zauważono, że najczęściej emitowanych obligacji zamiennych trafia do instytucji finansujących emitenta lub jego największych wierzycieli w ramach oferty prywatnej. Zdecydowanie rzadziej emisje są adresowane do wyspecjalizowanych agencji rządowych (np. ARP). Ponadto, w przeciwieństwie do dojrzałych rynków kapitałowych, w naszym kraju nie upowszechniła się jeszcze sprzedaż obligacji zamiennych funduszom hedgingowym [Brown i inni, 2012].

Po piąte, dostrzeżono, że w ostatnich latach doszło do wyraźnego spadku liczby emisji obligacji zamiennych przeprowadzanych w celach restrukturyzacyjnych (tylko 5 emisji w latach 2014–2017 wobec 7 emisji w 2013 r. i 5 emisji w 2012 r.). Nie można wykluczyć, że wynika to z rekordowo niskiego poziomu stóp procentowych utrzymywanego przez Narodowy Bank Polski od początku 2015 r. Polityka taniego pieniądza może zachęcać przedsiębiorstwa do zaciągania tańszych kredytów bankowych lub do przeprowadzania emisji niżej oprocentowanych obligacji korporacyjnych bez wbudowanej opcji konwersji.

Po szóste, pewne wątpliwości może budzić niewielka próba badawcza (71 emisji), która mogła wpłynąć negatywnie na otrzymane wyniki i skutkować wysnuciem nieodpowiednich wniosków, choć należy zaznaczyć, że obejmuje ona wszystkie zidentyfikowane emisje obligacji zamiennych od 2009 r. Ponadto wyniki badania mogły do pewnego stopnia zostać zniekształcone przez dużą liczbę emisji obligacji przeprowadzonych przez tylko kilku emitentów (np. aż 7 emisji ratunkowych zostało zrealizowanych przez jedną spółkę Miraculum). Wydaje się jednak, że w każdym z takich przypadków przedsiębiorstwa dokonywały emisji obligacji w różnych latach, będąc w innej sytuacji finansowej, a wykluczenie tych emisji z próby badawczej nie pozwoliłoby na ukazanie specyfiki niedojrzałego rynku długu zamiennego w Polsce.

Zakończenie

Celem artykułu była identyfikacja przyczyn, którymi kierują się przedsiębiorstwa notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych przy podejmowaniu decyzji o wykorzystaniu obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacji finansowej. Wyniki przeprowadzonej

analizy wpisują się w najnowsze trendy badawcze dotyczące emisji długu hybrydowego przez podmioty gospodarcze, pogłębiają wiedzę na temat przesłanek emisji długu zamiennego na polskim rynku kapitałowym oraz uzupełniają krajową literaturę o opracowanie podejmujące ważny aspekt zastosowania długu hybrydowego w procesach naprawczych przedsiębiorstw niefinansowych. Na podstawie wyników analizy 71 emisji obligacji zamiennych przeprowadzonych w latach 2009–2017 przez 38 spółek giełdowych sformułowano kilku ważnych wniosków.

Po pierwsze, jedynie co czwarta obligacja zamienna emitowana na polskim rynku kapitałowym na przestrzeni ostatniej dekady jest wykorzystywana w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw. Emisje takich obligacji najczęściej są oferowane instytucjom finansującym lub największym wierzycielom w ramach oferty prywatnej. Zdecydowana większość obligacji zamiennych jest sprzedawana na rodzimym rynku z myślą o pozyskaniu funduszy na realizację nowych inwestycji lub osiągnięciu korzyści podatkowych dostępnych w polskim systemie prawnym.

Po drugie, emitentami długu zamiennego w celach restrukturyzacyjnych są duże, mocno zadłużone, nierentowne i niewypłacalne podmioty, które wykorzystują dług hybrydowy najprawdopodobniej jako relatywnie tańszy i mniej czasochłonny sposób na podwyższenie kapitału własnego w porównaniu z emisją akcji. Pewna grupa spółek traktuje obligacje zamienne także jako instrument umożliwiający ograniczenie kosztów zewnętrznego finansowania. Za ich pomocą emitenci dokonują przedterminowej spłaty wyżej oprocentowanych obligacji i kredytów bankowych i zastępują je relatywnie tańszym kapitałem hybrydowym, który stosunkowo szybko może zostać przekształcony w bezzwrotny kapitał własny.

Po trzecie, w ostatnich latach doszło do spadku liczby emisji długu hybrydowego w procesach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw, do czego mogła przyczynić się polityka taniego pieniądza realizowana przez Narodowy Bank Polski, która zwiększyła atrakcyjność innych form zewnętrznego finansowania, np. kredytów bankowych lub zwykłych obligacji.

Literatura

- Ammann M., Blickle K., Ehmann C. (2015), *Announcement Effects Of Contingent Convertible Securities: Evidence From The Global Banking Industry*, „Working Papers On Finance”, No. 25, Swiss Institute Of Banking And Finance.
- Avdjiev S., Bolton P., Jiang W., Kartasheva A., Bogdanova B. (2015), *Coco bond issuance and bank funding costs*, „BIS and Columbia University Working Paper”.
- Bancel F., Mittoo U. (2004), *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management”, Vol. 33, No. 4.

- Bancel F., Mittoo U., Zhang Z. (2009), *The Geography of European Convertible Bonds: Why Firms Issue Convertibles?*, „Working Paper, ESCP European Business School Berlin, University of Manitoba, University of Regina”.
- Brennan M., Schwartz E. (1988), *The Case for Convertibles*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 1, No. 2.
- Brounen D., Jong A., Koedijk K. (2006), *Capital Structure in Europe: Survey Evidence*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 30, No. 5.
- Brown S., Grundy B., Lewis C., Verwijmeren P. (2012), *Convertibles and Hedge Funds as Distributors of Equity Exposure*, „The Review of Financial Studies”, Vol. 25, No. 10.
- Calamos J. (2017), *Convertible Securities. Structures, Valuation, Market Environment, and Asset Allocation*, Calamos Investments LPP, Naperville.
- Gillet R., De La Bruslerie H. (2010), *The consequences of issuing convertible bonds: Dilution and/or financial restructuring?*, „European Financial Management”, Vol. 16, No. 4.
- Gomes A., Philips G. (2012), *Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities?*, „Journal of Financial Intermediation”, Vol. 21, No. 4.
- Huang R., Ramirez G. (2010), *Speed of Issuance, Lender Specialization, and the Rise of the 144A Market*, „Financial Management”, Vol. 39, No. 2.
- Kaźmierczak D. (2018), *Cheap Debt or Delayed Equity? The Motives for the Use of Convertible Bonds By Companies in Poland*, conference: „New Challenges of Economic and Business Development”, University of Latvia, Riga, May 10–12.
- Lewis C., Rogalski R., Seward J. (2001), *The long-run performance of firms that issue convertible debt: an empirical analysis of operating characteristics and analyst forecasts*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 7, No. 4.
- Mayers D. (1998), *Why Firms Issue Convertible Bonds: The Matching of Financial and Real Investment Options*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 47, No. 1.
- Stein J. (1992), *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 32, No. 1.

Streszczenie

Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn emisji obligacji zamiennych w procesach restrukturyzacyjnych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza 71 emisji obligacji przeprowadzonych w latach 2009–2017 przez 38 przedsiębiorstw giełdowych wykazała, po pierwsze, że jedynie co czwarta obligacja zamienna jest emitowana na polskim rynku kapitałowym w celach ratunkowych, a emisje najczęściej są oferowane instytucjom finansującym i największym wierzycielom emitenta w ramach oferty prywatnej. Po drugie, na wykorzystanie obligacji zamiennych do reorganizacji pasywów decydują się duże, mocno zadłużone, nierentowne i niewypłacalne podmioty, które traktują dług zamienny najczęściej jako tańszy i szybszy sposób na podwyższenie kapitału własnego w stosunku do emisji akcji. Pewna grupa spółek wykorzystuje relatywnie tańsze obligacje zamienne do refinansowania wyżej oprocentowanych kredytów bankowych i zwykłych obligacji. Po trzecie, w ostatnich latach zaobserwowano

spadek liczby emisji obligacji zamiennych w celach restrukturyzacyjnych, co po części można tłumaczyć polityką taniego pieniądza realizowaną przez polski bank centralny.

Słowa kluczowe

finanse przedsiębiorstw, restrukturyzacja finansowa, obligacje zamienne, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

The Use of Convertible Bonds in Financial Restructuring of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange (Summary)

The aim of the article is to identify the motives behind the use of convertible bonds in the financial restructuring process of public companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Empirical examination of 71 convertible sales conducted between 2009 and 2017 by 38 issuers leads to a number conclusions. First, only one fourth of convertibles in the Polish capital market are issued for restructuring purposes and they are usually sold to financial institutions and main creditors of the issuers through private offerings. Second, it seems that companies using convertibles in recovery process are big, highly leveraged, unprofitable and insolvent entities which treat hybrid debt as backdoor equity financing to reduce time and costs of selling common stock. Some firms also use relatively cheaper convertible bonds to restructure their liabilities by prematurely redeeming higher coupon corporate bonds and bank credits. Third, there has been a drop in the number of convertible issues carried out for restructuring purposes, which may be partly explained by the expansionary monetary policy carried out by the Polish central bank.

Keywords

corporate finance, financial restructuring, convertible bonds, Warsaw Stock Exchange