

Gabriela Łukasik

Rola hybrydowych instrumentów finansowych w strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstwa

Problemy Zarządzania 9/4 (2), 120-130

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Rola hybrydowych instrumentów finansowych w strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstwa

Gabriela Łukasik

Prawidłowa realizacja procesów rozwojowych wymaga pozyskiwania kapitału umożliwiającego finansowanie przedsięwzięć i projektów inwestycyjnych z właściwym wykorzystaniem szans, jakie stwarzają współczesne rynki finansowe. Otwierają one nowe perspektywy finansowania rozwoju i elastycznego doboru rynkowych instrumentów finansowych o bardziej złożonych strukturach.

Artykuł przedstawia podstawowe hybrydowe instrumenty dłużne ważne dla finansowania rozwoju z uwzględnieniem przesłanek i konsekwencji ich wyboru.

1. Wstęp

Głównym problemem prawidłowego funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu jest zapewnienie mu zrównoważonego rozwoju, z uwzględnieniem skoordynowanych zmian systemowych pozwalających na osiągnięcie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej. Warunkiem rozwoju jest dostęp do kapitału umożliwiającego finansowanie przedsięwzięć i projektów inwestycyjnych z właściwym wykorzystaniem wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania.

Rozwój rynku kapitałowego, wprowadzenie nowych i coraz bardziej złożonych instrumentów oraz nowych reguł działania wymaga doboru odpowiednich strategii finansowania, wykorzystujących szanse, jakie stwarzają współczesne rynki finansowe, a także możliwości ograniczania zagrożeń. Jest to ważne w warunkach realizacji przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku, wykorzystywania kapitału w kolejnych etapach cyklu rozwoju przedsiębiorstwa, różnej realności i efektywności przedsięwzięć gospodarczych oraz różnych postaw i oczekiwań inwestorów.

W artykule uwzględniono determinanty i konsekwencje wykorzystania nowych, hybrydowych instrumentów dłużnych w finansowaniu rozwoju współczesnych przedsiębiorstw.

2. Przesłanki wykorzystania hybrydowych instrumentów finansowych

Rozwój rynku finansowego, w tym rynku obligacji powoduje wprowadzenie nowych jakościowo instrumentów, które pozwalają łączyć zalety finansowania za pomocą długu z przesuniętą w czasie emisją akcji lub z innymi instrumentami (np. pochodnymi).

Jest to równocześnie odpowiedź na zmienność parametrów rynku oraz zwiększone ryzyko inwestycyjne przedsiębiorstwa podejmującego rozwojowe (bardziej ryzykowne) przedsięwzięcia, decydujące o trudnościach w prognozowaniu przyszłych przepływów pieniężnych.

Hybrydowe instrumenty pozwalają na (Łukasik 2010: 167):

- zabezpieczenie przed ujemnymi konsekwencjami ryzyka i niepewności,
- większą elastyczność działania, reakcje na zmiany sytuacji rynkowej i wiarygodność emitenta,
- zmianę pozycji wobec emitenta w zależności od zmian w sposobie i efektywności realizowanych przedsięwzięć rozwojowych,
- zajęcie bezpieczniejszej pozycji przez emitentów w zależności od oceny wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania,
- zwiększenie atrakcyjności instrumentu finansowego na rynku kapitałowym,
- zabezpieczenie interesów wierzycieli przed dodatkowymi elementami ryzyka (o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym),
- ograniczenie niepewności co do możliwości pozyskania kapitału w przyszłości, głównie dla projektów inwestycyjnych, których realizacja zależy od przyszłych zdarzeń o rezultatach trudnych do prognozowania (głównie dla przedsiębiorstw innowacyjnych).

Dobór i zakres instrumentów hybrydowych powiązany jest z etapem rozwoju przedsiębiorstwa, kiedy ograniczone jest szerokie pozyskanie kapitału zarówno obcego, jak i własnego. Pozwalają one na przekroczenie klasycznych granic zadłużenia, uwzględniające wszystkie płatności z tym związane i obecny oraz przyszły stojący do dyspozycji *cash flow*. Inwestorom stwarza się równocześnie możliwość udziału we wzroście wartości przedsiębiorstwa (Węclawski 2006). Instrumenty te pozwalają na ograniczenie luki kapitałowej w sytuacji trudności w pozyskaniu innych źródeł finansowania, co nie jest bez znaczenia dla innowacyjnych przedsiębiorstw, szczególnie na wczesnych etapach rozwoju.

Z jednej strony hybrydowe instrumenty można traktować jako narzędzie zarządzania ryzykiem, co jest szczególnie ważne w strategiach finansowania rozwoju, z drugiej zaś pozwalają one wykorzystywać pozytywne skutki zmienności parametrów rynku i przyszłej rynkowej wyceny przedsiębiorstw. Motywem emisji może być także obawa przed rezygnacją z realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych w sytuacji niskiej rynkowej wyceny przedsiębiorstwa. Równocześnie instrumenty te umożliwiają przeniesienie części ryzyka

rynkowego na wierzycieli. Rozszerzają również obszary rynku, na którym można pozyskać kapitał, zwiększają płynność rynku i stwarzają inwestorom szersze możliwości inwestycyjne. Dla inwestora jest to bowiem szansa przyjęcia bezpiecznej pozycji na rynku finansowym, szczególnie wobec trudności w ocenie ryzyka inwestycyjnego i pewności co do kierunku rozwoju sytuacji rynkowej. Dla emitenta stanowi jednak ryzyko nie zawsze korzystnej zmiany struktury własnościowej i dzielenia się w przyszłości wolnymi przepływami pieniężnymi. Instrumenty hybrydowe są często wykorzystywane w celu ochrony przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem ze strony dotychczasowych właścicieli, którzy realizując innowacyjne projekty, mogą mieć obawy przed przejęciem korzyści przez nowych właścicieli. Stwarzają dodatkowe ryzyko nie tylko w rozumieniu podejmowania zbyt ryzykownych inwestycji, ale także nadmiernego zwiększenia zadłużenia. Część ryzyka można bowiem przenieść na wierzycieli (tzw. *risk shifting*), a ponadto wprowadzenie dodatkowych praw (w tym o charakterze niepieniężnym) umożliwia ewentualne wykorzystanie niższego oprocentowania kuponowego. Dla przedsiębiorstwa realizującego projekty inwestycyjne jest to możliwość elastycznej synchronizacji uzyskiwanych korzyści finansowych z wymaganymi wydatkami z tytułu obsługi kapitałodawcy. Zawsze jednak istnieje ryzyko zmian struktury kapitału i struktury właścicieli niezgodnej z oczekiwaniami emitenta, wynikające z realizacji świadczenia niepieniężnego w niepożądanym momencie i partycypacji obligatariuszy w przyszłych zyskach, wypracowanych przez aktualnych właścicieli i wynikających z wyboru określonej strategii rozwoju.

Hybrydowe papiery wartościowe, określane często jako *mezzanine capital*, obejmują szeroki zakres różnych instrumentów złożonych z papieru dłużnego i dodatkowych praw (np. instrumentu pochodnego, prawa zamiany). Są one zawsze alternatywnym źródłem pozyskania kapitału, gdy przedsiębiorstwo nie może wykazać się zdolnością kredytową lub emisyjną¹. Kapitał *mezzanine* nie ma jednej definicji; często odnoszony jest do określenia różnych hybrydowych form finansowania, umiejscowionych pomiędzy kapitałem własnym a pożyczkowym i wykazujących cechy zarówno kapitału właścicielskiego, jak i wierzycielskiego.

Kapitał *mezzanine* wykazuje następujące cechy:

- często zabezpieczony jest jedynie oceną przyszłej sytuacji finansowej, przyszłych przepływów pieniężnych, wyznaczanych na podstawie perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa,
- duża elastyczność umożliwia dostosowanie różnych instrumentów do aktualnych potrzeb przedsiębiorstwa,
- umożliwia dywersyfikację i ograniczenie ryzyka finansowego przedsiębiorstwa,
- nadrzędność w stosunku do kapitału własnego w momencie likwidacji przedsiębiorstwa powoduje bezpieczniejszą pozycję dawców kapitału,
- stanowi bazę gwarancyjną przedsiębiorstwa, umożliwiającą pozyskanie dodatkowego kapitału pożyczkowego.

Łączenie korzyści kapitału własnego i kapitału obcego pozwala przywrócić wiarygodność finansową i zwiększyć szanse na korzystniejszą ocenę ratingową. Ponadto przedsiębiorstwo nie jest pozbawione możliwości skorzystania z odsetkowych korzyści podatkowych z równoczesną szansą ograniczenia kosztów trudności finansowych. Zawsze istnieje jednak ryzyko, że kolejni kapitałodawcy nie potraktują kapitału *mezzanine* jako równoznacznego z kapitałem własnym w ocenie ryzyka kredytowego. Może to być w konsekwencji kapitał droższy, o bardziej skomplikowanej procedurze jego pozyskania.

Instrumenty te mogą być przeznaczone dla przedsiębiorstw:

- z dużymi perspektywami rozwoju, ale znacznym ryzykiem inwestycyjnym (często przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju),
- prowadzących procesy restrukturyzacji pozwalających podjąć nowe przedsięwzięcia rozwojowe,
- posiadających ograniczony dostęp do kapitału na rynku finansowym.

3. Zakres i sposoby stosowania hybrydowych instrumentów finansowych

Instrumenty hybrydowe mogą przyjąć różne formy, m.in. (Smithson, Smith i Wilford 2000: 493–513, 509, 510, 602, 603):

- obligacji zamiennych,
- obligacji łączonych z warrantem, w tym obligacyjnych warrantów subskrypcyjnych,
- obligacji połączonych z długoterminowym kontraktem na kurs walutowy, co różnicuje walutę, w której regulowane jest oprocentowanie z walutą głównej spłaty należności i ogranicza skutki zmian kursu walutowego,
- obligacji z indeksowaną główną należnością,
- obligacji połączonych z instrumentami pochodnymi, w tym: obligacji z opcjami na wiarygodność kredytową emitenta, gdzie stopa procentowa zmienia się w zależności od klasyfikacji ryzyka obligacji,
- obligacji wymiennych i odwrotnych obligacji zamiennych.

Poszukiwania w obszarze hybrydowych instrumentów mają więc na celu kompromisowe rozwiązanie pomiędzy ujemnymi konsekwencjami wzrostu zadłużenia i podwyższania kapitału własnego ze zmianami struktury własnościowej i utratą kontroli dotychczasowych właścicieli a szansami pozyskania kapitału z wykorzystaniem dwóch rynków: tytułów własnościowych i kapitału pożyczkowego. Instrumenty te pozwalają inwestorom (kapitałodawcom) na elastyczne kształtowanie ich pozycji wobec emitenta w zależności od indywidualnej oceny ryzyka inwestycyjnego.

Ważnym instrumentem na rynku finansowym są obligacje zamienne, pozwalające połączyć zalety finansowania za pomocą długu z przesunięciem w czasie emisją akcji. Obligacje zamienne stwarzają możliwości zamiany obligacji na akcje emitenta w ustalonym okresie i na wyznaczonych warunkach.

kach. Podjęcie decyzji o emisji obligacji zamiennych ma duże znaczenie nie tylko dla potencjalnych nabywców, ale też obecnych akcjonariuszy. Wskazuje to bowiem na możliwe w przyszłości zmiany struktury kapitałowej spółki, a także na ewentualność zwiększenia liczby akcji na rynku wtórnym. Pozytywna rynkowa ocena może spowodować wzrost wartości rynkowej spółki i osiągnięcie korzyści nie tylko przez obligatariuszy, ale też obecnych właścicieli i ewentualnych przyszłych inwestorów. Emitent obligacji ocenia szanse pozyskania kapitału i jego koszt, inwestor natomiast ryzyko i dochodowe korzyści podjętej inwestycji. Każdy z nich będzie dokonywał oceny wpływu emisji obligacji zamiennych na przyszłościowe, rynkowe wyceny akcji spółki.

Największe korzyści z emisji obligacji zamiennych mogą odnieść spółki cechujące się względnie wysokim ryzykiem inwestycyjnym, słabszą pozycją rynkową, ale o wysokiej stopie wzrostu i rosnącej zdolności kredytowej. Ważne są również charakter cyklu rozwoju produktów firmy i możliwości przewidywania wzrostu ceny akcji odpowiednio do rosnącej pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. W odróżnieniu od zwykłych obligacji zamienne łączą tradycyjne funkcje gospodarcze związane z pozyskiwaniem kapitału z funkcją stymulującą określony kierunek zmian strukturalnych (w aspekcie kapitałowym i podmiotowym). Pozwala to równocześnie ograniczyć niekorzystny efekt tzw. rozwodnienia zysku, szczególnie dla przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostowym i znacznych potrzebach kapitałowych. W porównaniu z klasyczną formą długu przedsiębiorstwo wprowadza instrument o niższej stopie oprocentowania w zamian za zobowiązanie do realizacji świadczeń niepieniężnych (prawa zamiany). Pozwala to równocześnie finansować przedsięwzięcia inwestycyjne o niższej oczekiwanej stopie zwrotu.

Obligacje zamienne dają możliwość pozyskania środków finansowych w wielkościach przewyższających kwoty możliwe do uzyskania wyłącznie z emisji akcji czy wyłącznie z emisji obligacji. Może to stanowić instrument atrakcyjny dla inwestorów z dwóch rynków równocześnie, czyli jego znaczenie dla pozyskania kapitału jest znacznie wyższe od zwykłego długu lub emisji akcji zwykłych. W przypadku dużych spółek istnieje możliwość wyemitowania euroobligacji zamiennych. Takie obligacje nominowane w dolarach amerykańskich mogą być pierwszym krokiem wielu przedsiębiorstw, by zaistnieć na rynkach międzynarodowych.

Istotnym elementem związanym z emisją obligacji zamiennych jest ustalenie stosunku (współczynnika) konwersji, określającego relację między nominalną wartością obligacji a liczbą akcji, na które obligacje mogą być zamienione. Podstawą wyznaczenia tego stosunku jest przyjęta cena konwersji akcji, decydująca nie tylko o powodzeniu emisji, atrakcyjności tego papieru wartościowego, ale też pozycji obecnych akcjonariuszy wobec przyszłych właścicieli. Cena konwersji jest to efektywna cena, jaką spółka uzyskuje za jedną akcję zwykłą w momencie dokonywania konwersji (Brigham 1996: 374).

Występować tutaj może konflikt interesów. Nabywcy obligacji będą zainteresowani wyznaczeniem możliwie najniższej ceny konwersji, bo to decydować będzie o szansach uzyskania zysków kapitałowych w przyszłości. Emitent natomiast będzie oczekiwać akceptacji możliwie najwyższej ceny w stosunku do aktualnych notowań rynku w momencie emisji obligacji zamiennych. Dotychczasowi akcjonariusze będą starali się przyjąć cenę konwersji w minimalnej wysokości odpowiadającej wartości księgowej spółki w przeliczeniu na jedną akcję.

O wysokości ceny konwersji akcji mogą decydować:

- obecne ceny rynkowe akcji,
- spodziewany wzrost ceny akcji wynikający z rozwoju kapitałowego spółki po emisji obligacji,
- ryzyko przedsiębiorstwa, wynikające z jego aktualnej sytuacji finansowej i ewentualnej oceny ratingowej oraz spodziewanych zmian strukturalnych w przyszłości.

Cena konwersji daje więc szanse sprzedaży akcji po cenie wyższej od bieżącej ceny rynkowej i zwiększenia kapitału z wyższym agio. Wybór ceny konwersji akcji jest więc istotnym elementem decydującym o szansach pozyskania kapitału i jego ostatecznym koszcie.

Zamianę obligacji na akcje można traktować jako szczególną formę restrukturyzacji wierzytelności. Obligatariusz ma bowiem prawo do objęcia akcji w obrocie pierwotnym na z góry określonych warunkach za umorzenie jego wierzytelności i rezygnację z praw przysługujących dłużnikom. Złożenie oświadczenia o zamianie obligacji na akcje wywołuje skutek prawny przydziału akcji i podwyższenia kapitału zakładowego. Powodzenie emisji obligacji zamiennych na rynku wymaga uwzględnienia interesów inwestorów gwarantujących pozyskanie kapitału w wysokości i na warunkach oczekiwanych. Wymaga to jednak określenia pozycji kapitałodawcy wobec innych wierzycieli dla wyznaczenia kolejności realizacji zobowiązań, np. w przypadku ogłoszenia upadłości. Jest to konsekwencja podporządkowanego charakteru instrumentów hybrydowych.

Obligacje zamienne są instrumentem dla inwestujących długoterminowo, ostrożnych optymistów, którzy chcą mieć szanse na zrealizowanie w przyszłości teoretycznie nieograniczonego zysku. Interes obligatariusza skorzystania z prawa zamiany nie zawsze musi być zgodny z interesem emitenta. Wybory mogą być wyznaczone przez czynniki niezależne od emitenta i nie zawsze przewidywalne w momencie wprowadzenia tego instrumentu na rynek.

Należy również zwrócić uwagę na obligacyjny warrant subskrypcyjny, który daje prawo do nabycia obligacji w przyszłości, o określonej wartości nominalnej, według z góry wyznaczonej ceny, z uwzględnieniem prognozy kierunku zmian stóp procentowych, często w sytuacji, gdy są one rozbieżne z punktu widzenia emitenta i inwestora. Inwestor może w określonych sytuacjach skorzystać z opcji wypowiedzenia obligacji, a otrzymana premia sta-

nowi rekompensatę za ryzyko osiągnięcia niższych dochodów. Warranty obligacyjne są wykorzystywane przez inwestorów do zabezpieczenia zarówno obecnego poziomu stóp procentowych, jak i poziomu cen obligacji, które zamierzają nabyć w przyszłości. Kosztem zabezpieczenia będzie kapitał zaangażowany w nabycie warrantów².

Szczególną formą hybrydowego instrumentu jest tzw. odwrotna obligacja zamienna, będąca połączeniem obligacji prostej z operacją kupna akcji, gdzie jednakże prawo wyboru umorzenia przysługuje nie inwestorowi, tylko emitentowi. Stanowi to więc opcję sprzedaży wystawioną przez inwestora jej emitentowi. Obligacje te posiadają wyższy kupon odsetkowy w stosunku do rynkowej stopy procentowej, stanowiący cenę opcji, którą płaci emitent inwestorowi za prawo wyboru sposobu umorzenia obligacji. Dla emitenta podstawą wyboru sposobu umorzenia obligacji jest relacja wartości nominalnej obligacji do liczby akcji, na którą można zamienić akcje według kursu w dniu zapadalności obligacji. Dotyczy to głównie sytuacji, w której kurs akcji na rynku spada poniżej wyznaczonej wartości brzegowej. Wyższy kupon odsetkowy jest ceną rezygnacji przez inwestora z możliwości uzyskania zysków kapitałowych z tytułu wzrostu kursów akcji. Ostateczna stopa zwrotu dla inwestora będzie więc zależeć od sposobu umorzenia obligacji wybranego przez emitenta. Ten instrument będzie więc wykorzystywany przez emitenta w warunkach niskich stóp procentowych i wysokiej zmienności kursów akcji.

Inwestor ma obowiązek nabycia od posiadacza opcji sprzedaży określoną liczbę akcji po z góry ustalonej cenie w terminie zapadalności odwrotnej obligacji zamiennej. W sytuacji gdy kurs akcji będzie wyższy od ceny wykonania, emitent nie realizuje akcji, co pozwoli inwestorowi zatrzymać zarówno kupon odsetkowy, jak i cenę opcji. Inwestor ponosi ryzyko spadku kursu akcji, co ogranicza jego korzyści finansowe. Oczekiwania w zakresie przyszłych, ewentualnych dywidend z tytułu nabycia akcji mogą chronić inwestora przed zmniejszeniem jego korzyści z tytułu wyboru przez emitenta sposobu umorzenia obligacji (Mamcarz 2006a; Mamcarz 2006b). W momencie zamiany obligacji korzyści inwestora z tytułu wyższego oprocentowania obligacji będą zmniejszone o straty kapitałowe z tytułu rezygnacji z nabycia akcji. Im większa jest jednak zmienność kursu akcji, tym wyższy kupon odsetkowy obligacji.

Wyróżnić należy również wymienne obligacje hybrydowe. Wymienne obligacje hybrydowe są papierami wartościowymi wyemitowanymi przez jeden podmiot gospodarczy zamienianymi na akcje zwykle drugiego podmiotu. W tej sytuacji niezbędne jest zbadanie sytuacji finansowej nie tylko emitenta, ale także podmiotu, na którego akcje wymienia się obligacje.

Zawsze istotne są jednak oczekiwania dotyczące rozwoju sytuacji rynkowej i pozycji rynkowej emitenta, co wpływa na cenę rynkową obligacji i wartość dodatkowych instrumentów (opcje, warrant, prawa zamiany).

Podkreślić należy również możliwość emisji szczególnych instrumentów finansowania warunkowego, które pozwalają na rynkach rozwiniętych łączyć

pozyskiwanie kapitału z zabezpieczeniem ryzyka. Jest to szczególnie ważne w procesie realizacji przedsięwzięć rozwojowych o podwyższonym poziomie ryzyka. Stworzona jest szansa dostępu do tzw. kapitału warunkowego (poza-bilansowego) dostępnego w przypadku powstania szczególnych (konkretnie określonych) zdarzeń, które mogą powodować powstanie strat. Jest to równocześnie forma integracji różnych segmentów rynku kapitałowego, instrumentów pochodnych i rynku ubezpieczeniowego.

Dostęp do kapitału warunkowego wymaga poniesienia przez przedsiębiorstwo kosztu nabycia opcji na kapitał warunkowy. Pozyskanie kapitału warunkowego powoduje faktycznie transfer ryzyka na inwestorów na rynku kapitałowym, dostarczycieli tego kapitału. Przejmują oni w części ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa na skutek podjęcia zbyt ryzykownych przedsięwzięć (Duliniec 2007: 147–152).

Należy również zwrócić uwagę na instrumenty umożliwiające zabezpieczenie przed ryzykiem utraty wiarygodności partnera transakcji, co wiąże się ze sprzedażą (lub zakupem) instrumentu z ekspozycją na ryzyko kredytowe, przy równoczesnym oddzieleniu tego ryzyka od instrumentu bazowego. Są to więc instrumenty będące kombinacją pożyczkowego papieru wartościowego o określonej stopie zwrotu i wbudowanego w tę strukturę instrumentu pochodnego pozwalającego zarządzać ryzykiem, z możliwością jego transferu do drugiej strony umowy (lub innych uczestników rynku). W tej sytuacji istnieje możliwość powiązania płatności kuponowych z jakością kredytową długu bazowego. Jest to więc ważny papier wartościowy, zwiększający szanse pozyskania kapitału w sytuacji realizowania ryzykownych przedsięwzięć z trudną do oceny tendencją zmian wiarygodności kapitałobiorcy.

W tym układzie można wyróżnić kilka kombinacji papierów wartościowych, a szczególnie rozwiązania (Huterska 2007; Kasapi 2002):

- pozwalające chronić wartość nominału; inwestor ponosi ryzyko utraty płatności odsetkowych w sytuacji spadku wiarygodności kredytowej, emitent natomiast ogranicza straty z tym związane;
- uzależniające główną płatność kuponową od wystąpienia zdarzeń zmieniających sytuację finansową emitenta; wzrost płatności odsetkowych w przypadku zmniejszenia jakości kredytowej bankowego długu;
- umożliwiające realizację płatności odsetkowych w sytuacji wzrostu wartości przedsiębiorstwa i uzyskania pozytywnych wyników finansowych; płatności te uruchamiane są często na zakończenie inwestycji (z ewentualnym założeniem udziału kapitałodawcy w stratach).

W tym układzie kapitałodawcy mogą realizować różne oczekiwania związane z bazowym oprocentowaniem (niezależnie od wyników przedsiębiorstwa) z dodatkowymi korzyściami pozwalającymi uczestniczyć w pozytywnych efektach realizacji przyjętej strategii rozwoju. Ta forma finansowania zwiększa elastyczność dostosowania warunków pozyskania kapitału do konkretnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Inwestorzy mogą bowiem przejąć

część ryzyka związanego z realizacją konkretnych przedsięwzięć inwestycyjnych, a wynikającego z ograniczeń w prognozowaniu spodziewanych przepływów pieniężnych.

Szczególną formą złożonych instrumentów (traktowanych jako produkty strukturyzowane) mogących znaleźć zastosowania w realizacji rozwoju są obligacje z opcją (Kondrakiewicz 2009):

- zapewniania zwrotu kapitału w sytuacji, gdy nie sprawdzi się optymistyczny przewidywany scenariusz realizacji inwestycji,
- dodatkowych zysków, gdy spełnią się założenia przyjętych scenariuszy rozwoju.

Takie rozwiązanie pozwala zabezpieczyć inwestorów przed spadkiem wartości aktywów poniżej założonego poziomu. Ważne jest również uwzględnienie w dodatkowych instrumentach w stosunku do waloru bazowego, np. warrantów kursowych, kontraktów forward, opcji na wiarygodność kredytową emitenta lub zachowania akcjonariuszy. Występować mogą także hybrydy instrumentu dłużnego oraz pakietu opcji z różnymi terminami ich ważności (wygaśnięcia) (Smithson, Smith i Wilford 2000: 494–514).

Przedstawione, złożone strukturalnie instrumenty finansowe wymagają również podniesienia problemu oceny kosztu kapitału i stopy zwrotu dla kapitałodawców. Jest to zawsze proces wymagający szerszego uwzględnienia rozwoju sytuacji na rynku finansowym i sytuacji konkretnych podmiotów realizujących procesy rozwojowego, a także odrębnego traktowania każdego elementu hybrydowych instrumentów. Dotyczy to ustalenia bazowego oprocentowania instrumentu głównego o charakterze wierzycielskim. Z jednej strony zwiększone ryzyko wynikające z realizowanych procesów rozwojowych (na różnych etapach życia ekonomicznego przedsiębiorstwa) wymagałoby wzrostu oprocentowania, z drugiej jednak dodatkowe elementy złożonych struktur finansowych, rozszerzających obszary wyborów dla inwestorów pozwalają na obniżenie bazowej stopy procentowej (nawet w stosunku do rynkowej stopy procentowej). Problemy mogą pojawić się jednak przy ocenie dodatkowych instrumentów, tj. praw zamiany, warrantów, dodatkowych opcji, decydujących w konsekwencji o poziomie kosztu kapitału i ostatecznej wycenie rynkowej. Elementy te wpływając bowiem w konsekwencji na rynkową wycenę złożonego instrumentu, będą zmieniać się w zależności od stopnia powodzenia realizowanych przedsięwzięć, a w przypadku obligacji zamiennych również od relacji cen rynkowych akcji w stosunku do ceny konwersji.

4. Podsumowanie

W strategiach finansowania rozwoju ważną rolę odgrywa możliwość pozyskiwania kapitału pożyczkowego z różnym wykorzystaniem instrumentów bankowych oraz praw i zasad rynku kapitału pożyczkowego. W sektorze bankowym, który ciągle jest dominującym miejscem pozyskiwania kapitału

na cele rozwojowe, systemowe ograniczenia, w tym szczególnie założenia Nowej Umowy Kapitałowej, mogą utrudniać dostęp do kapitału, przede wszystkim we wczesnych fazach rozwoju, co zwiększa znaczenie rynku kapitałowego i możliwości wykorzystania złożonych instrumentów finansowych, głównie o charakterze hybrydowym. Daje to szansę zabezpieczenia się przed ujemnymi konsekwencjami ryzyka, zwiększa elastyczność działania emitentów i inwestorów, stosownie do zmian wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania. Dalszy rozwój rynku kapitałowego spowoduje, że stanie się on w przyszłości konkurencyjny wobec sektora bankowego, zastępując tradycyjny kredyt bankowy bardziej złożonymi, innowacyjnymi instrumentami rynkowymi, łączącymi klasyczne pożyczkowe papiery wartościowe z innymi walorami i prawami (prawo zmiany, opcje, warranty).

Informacje o autorce

Prof. UE dr hab. Gabriela Łukasik — Katedra Finansów, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.
E-mail: LukasikG@interia.pl.

Przypisy

- ¹ W najbardziej liberalnym podejściu za hybrydy uważa się wszelkie instrumenty finansowe łączące cechy dwóch (lub kilku) walorów (Cole 2002: 2).
- ² Warranty obligacyjne znajdują zastosowanie również w ograniczaniu ryzyka wzrostu kursów walutowych. Szerzej w: Mamcarz 2005.

Bibliografia

- Brigham, E.F. 1996. *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Cole, B. 2002. *Hybrid Financial Instruments*, Canterbury: Global Professional Publishing.
- Duliniec, A. 2007. *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Huterska, A. 2007. Charakterystyka i zastosowanie skryptów dłużnych indeksowanych do zdarzeń kredytowych, w: A. Bogus i M. Wypych (red.) *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Warszawa: Difin.
- Kasapi, A. 2002. *Kredytowe instrumenty pochodne. Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Kondrakiewicz, T. 2009. Produkty strukturyzowane polskiego rynku finansowego – inwestycje ryzykowne czy bezpieczne, w: H. Henzel (red.) *Ryzyko w działalności inwestycyjnej – aspekty teoretyczne i praktyczne*, t. 1. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.
- Łukasik, G. 2010. *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Mamcarz, H. 2005. Obligacyjny warrant subskrypcyjny jako instrument pozyskiwania i inwestowania kapitału, w: W. Kapuś i J. Węclawski (red.) *Rynek finansowy, szanse i zagrożenia rozwoju*, Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej.

- Mamcarz, H. 2006a. Odwrotna obligacja zamienna na akcje jako instrument pozyskiwania i inwestowania kapitału, w: W. Pluta (red.) *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.
- Mamcarz, H. 2006b. Odwrotna obligacja zamienna na akcje – klasyczny produkt strukturyzowany, w: H. Mamcarz (red.) *Rynki finansowe*, Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej.
- Smithson, Ch.W., Smith, C.W. i D.S. Wilford 2000. *Zarządzanie ryzykiem finansowym*, Kraków: Dom Wydawniczy ABC.
- Węclawski, J. 2006. Hybrydowe instrumenty finansowania przedsiębiorstw, w: W. Kapuś (red.) *Finanse przedsiębiorstwa*, Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej.