

konstrukcja, zasady emisji i wycena

hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku

Marcin Liberadzki, Kamil Liberadzki



konstrukcja, zasady emisji i wycena hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku

Marcin Liberadzki, Kamil Liberadzki

Zamów książkę w księgarni internetowej

proinfo.pl
księgarnia internetowa

Warszawa 2016



Oficyna
a Wolters Kluwer business

Stan prawny na 1 września 2015

Recenzent

dr hab. Paweł Niedziółka, prof. SGH

Wydawca

Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący

Janina Burek

Opracowanie redakcyjne

Renata Włodek

Korekta i łamanie

Wydawnictwo JAK

Projekt graficzny okładki

Barbara Widlak

Zdjęcie wykorzystane na okładce

© *Alexandr Mitiuc – Fotolia.com*

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

prawolubni

Szanujemy prawo i własność.
Więcej na www.legalnakultura.pl
Polska Izba Książki

© Copyright by Wolters Kluwer SA, 2016

ISBN 978-83-264-9435-2

Wydane przez:

Wolters Kluwer SA

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. 22 535 82 19

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1. Hybrydowe papiery wartościowe – pojęcie i charakterystyka	13
1.1. Wprowadzenie	13
1.2. Charakterystyka szczególnych cech papierów hybrydowych	18
1.3. Obligacje typu <i>bail-in</i>	23
1.4. Akcje uprzywilejowane	25
Rozdział 2. Finansowe papiery hybrydowe	29
2.1. Papiery hybrydowe korporacyjne i finansowe	29
2.2. Regulacje dotyczące finansowych papierów hybrydowych w bankowości	30
2.3. Papiery hybrydowe w pakiecie CRD IV	33
2.4. Hybrydowe papiery wartościowe w dyrektywie BRRD	57
2.5. Hybrydowe instrumenty finansowe emitowane przez ubezpieczycieli	74
2.6. Zalety długu typu <i>contingent</i>	79
Rozdział 3. Korporacyjne papiery hybrydowe	92
3.1. Uwagi ogólne	92
3.2. Monetyzacja akcji własnych MOL poprzez emisję wymiennych obligacji wieczystych przez Magnolia Finance LTD	93
Rozdział 4. Regulacje UE dotyczące hybrydowych papierów wartościowych na rynkach finansowych	103
4.1. Zasada swobody przepływu kapitału jako podstawa Jednolitego Rynku dla inwestycji w papiery wartościowe	103
4.2. Struktura legislacji Unii Europejskiej dotyczącej rynków finansowych.	105

4.3. Emitowanie papierów hybrydowych	110
4.4. Bieżące obowiązki informacyjne	143
4.5. Sporadyczne sprawozdawanie	156
4.6. Reżim regulacyjny rachunkowości i audytu	161
4.7. Zwalczanie nadużyć na rynku	163
4.8. Pośrednictwo finansowe	175
4.9. Dyrektywa w sprawie ofert przejęcia	190
Rozdział 5. Wycena hybrydowych papierów wartościowych	192
5.1. Wstęp	192
5.2. Wycena obligacji – wprowadzenie	193
5.3. Umorzenie przedterminowe obligacji w drodze przedterminowego wykupu	197
5.4. Spready kredytowe	199
5.5. Uwagi dotyczące niewypłacalności obligacji	205
5.6. Prawdopodobieństwo niewypłacalności	209
5.7. Wycena długu <i>contingent convertible</i>	223
5.8. Model strukturalny wyceny hybryd	240
Zakończenie	251
Bibliografia	257
Indeks.	263

Wstęp

Hybrydowe papiery wartościowe są najnowszą klasą papierów wartościowych. Stają się one podporządkowane wobec długu w przypadku niewypłacalności lub restrukturyzacji zadłużenia emitenta, lecz są nadrzędne w stosunku do akcji zwykłych. Ten rodzaj papierów wartościowych ma cechy długu i kapitału własnego, ale nie przyjmuje definitywnej formy żadnego z nich. Pierwotne przyczyny powstania tej kategorii papierów wartościowych mają podłoże prawo-administracyjne, wiążą się bowiem z potrzebą dostosowania się banków (i innych instytucji regulowanych) do wymogów kapitałowych w inny sposób niż w drodze emisji akcji zwykłych. Inne, tym razem na gruncie finansów, zalety papierów hybrydowych docenili emitenci niefinansowi, gdyż dają one elastyczność porównywalną z akcjami (bez przyznawania ich posiadaczom praw korporacyjnych), zachowując określone właściwości papierów dłużnych. Ponieważ przesłanki korzystania z tego instrumentu są odmienne, to różnią się one szczegółowymi parametrami. Dlatego papiery emitowane przez podmioty regulowane oraz pozostałe („niefinansowe”) będą omawiane osobno.

Brak zamkniętego katalogu papierów wartościowych i potrzeby rynkowe wpływają na różnorodność form, w jakich występują hybrydy. W przypadku najnowszych członków rodziny hybryd, tj. obligacji typu *contingent convertibles* (tzw. CoCos, po raz pierwszy wyemitowanych w 2009 roku) i jeszcze młodszych *bail-in*, wciąż jeszcze można mówić o braku jednego, określonego ich standardu.

Współcześnie panuje powszechna zgoda co do wpływu nadmiernego finansowania działalności bankowej długiem na wybuch i globalne rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego z lat 2008–2009. Finansowanie długiem jest dla banków tańsze niż finansowanie kapitałem własnym, m.in. ze względu na możliwość odliczenia od podatku kosztów poniesionych na obsługę zadłużenia (tzw. tarcza podatkowa), a dodatkowo nie powoduje rozproszenia struktury właścicielskiej spółki. Pozwala to osiągać ponadprzeciętne wyniki finansowe w okresie sprzyjających warunków ekonomicznych, lecz równocześnie powoduje

zwiększenie ryzyka upadłości w warunkach odmiennych. Najbardziej spektakularnego przykładu dostarcza w tej kwestii amerykański bank inwestycyjny Lehman Brothers, którego bilans zawierał w 2007 roku (a więc na rok przed szokującym ogłoszeniem upadłości) zaledwie 3,3% kapitału własnego, resztę zaś stanowił dług. Kapitał ten okazał się dalece niewystarczający do zaabsorbowania strat poniesionych przez bank, co ostatecznie doprowadziło do jego upadłości.

W odpowiedzi na kryzys finansowy nałożono na instytucje finansowe obowiązek utrzymywania wyższego stosunku kapitałów własnych do zaciąganego długu. W okresie zmniejszonego zaufania inwestorów do instytucji finansowych gromadzenie przez banki dodatkowego kapitału regulacyjnego nie tylko musi być procesem rozłożonym w czasie, ale również wymaga utworzenia szczególnych „klas” tego kapitału. Za zbyt trudne do zrealizowania uznano bowiem zwiększenie owego kapitału za pomocą najbardziej tradycyjnych metod, tj. emisji nowych akcji lub zatrzymywania w spółce zysków. Z tego względu na banki nałożono obowiązek zwiększenia kapitałów własnych, ale równocześnie zreformowano katalog instrumentów finansowych, które kwalifikowane są jako składnik kapitałów własnych banków. Już wymogi kapitałowe Bazylea II określały trzy klasy kapitału regulacyjnego (tzw. *tiers*) oraz nowe rodzaje hybrydowych instrumentów finansowych, które łączyły cechy kapitału (zdolność absorbowania strat) i długu (brak rozpraszania struktury właścicielskiej oraz korzyści podatkowe). Instrumenty te zawiodły jednak w okresie kryzysu finansowego jako mechanizm absorbowania strat.

Dlatego też Bazylea III modernizuje instrumenty hybrydowe mające wypełniać wymagania kapitału regulacyjnego poprzez wyposażenie ich w nieznaną dotąd instytucję przymusowej konwersji na akcje lub przymusowego umorzenia części (albo nawet całości) wartości nominalnej. Do przymusowej konwersji (lub umorzenia) ma dojść wówczas, gdy wartość współczynnika kapitału własnego do aktywów banku ważonych ryzykiem spadnie do poziomu 5,125%. Tym samym powstaje nowa klasa hybrydowych instrumentów finansowych – CoCos – zdolnych skutecznie absorbować straty instytucji finansowych. Ponadto muszą one zawierać następujące klauzule: *deferral*, *principal write-down*, *contingent conversion*, *callability* i wieczystości. Kolejnym wymiarem kreacji nowych typów wartościowych (tzw. obligacji *bail-in*) jest Unia Bankowa i przyjęta w jej ramach w 2014 roku dyrektywa o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (tzw. dyrektywa BRRD). Ta dyrektywa nie pozostaje bez wpływu na obligacje CoCos. Miarą skuteczności CoCos jest zmniejszenie ryzyka niewypłacalności emitenta. Przedmiotem dociekań w niniejszej książce jest zatem to, czy emisja hybrydowych instrumentów finansowych skutkuje wzrostem wyceny długu. Istnienie takiej zależności oznaczałoby, że obecność hybrydowych instrumentów finansowych w pasywach instytucji finansowej może się również przyczynić

do zmniejszenia należnej inwestorom premii za ryzyko związane z długiem nadrzędnym spółki, a tym samym – do obniżenia kosztów długu nadrzędnego.

Przyznanie emitentom hybrydowych instrumentów finansowych możliwości wstrzymania wypłaty kuponu (*coupon deferral*) upodabnia te instrumenty do klasycznych akcji, których posiadaczom nie przysługuje żadne roszczenie z tytułu zapłaty dywidendy – jest ona całkowicie uzależniona od decyzji walnego zgromadzenia. Tym samym możliwe jest absorbowanie strat banku poprzez przeniesienie ich na posiadaczy hybrydowych instrumentów kapitałowych. W przeciwieństwie do posiadaczy „zwykłych” obligacji, w których przypadku wstrzymanie wypłaty kuponu jest prawnie sankcjonowane, posiadacze instrumentów hybrydowych ponoszą straty na równi z akcjonariuszami spółki, gdyż ani jedni, ani drudzy nie otrzymują zwrotu od zainwestowanych środków finansowych. Jak dotąd żaden emitent hybrydowych instrumentów finansowych nie wstrzymał wypłaty kuponu. Choć zatem rynkowe wyceny instrumentów hybrydowych uwzględniają ryzyko wstrzymania płatności kuponu przez emitenta, to do tej pory nie przedstawiono strukturalnego modelu wyceny takiego ryzyka. Zachowanie się rynku hybrydowych instrumentów finansowych w razie wykonania wskazanego uprawnienia przez jedną choćby instytucję finansową nadal stanowi niewiadomą, podobnie jak ewentualne wszczęcie postępowania w sprawie uporządkowanej upadłości instytucji finansowej (tzw. *resolution*). Równocześnie instrumenty te mają zastosowanie globalne, a ich rynek rośnie w szybkim tempie. Posiadacze hybrydowych instrumentów finansowych ponosić będą ryzyko znacznie wyższe niż posiadacze „zwykłych” obligacji, w praktyce na równi z akcjonariuszami spółki. Kryzys finansowy ostatnich lat ukazał, że system finansowy pozwala skutecznie przenosić ryzyko pomiędzy jego uczestnikami, czego nie można jednak utożsamiać z eliminacją ryzyka jako takiego. Na skutek wprowadzenia hybrydowych instrumentów finansowych ryzyko upadłości instytucji finansowej zostaje częściowo przeniesione z posiadaczy „zwykłych” obligacji na posiadaczy instrumentów hybrydowych, przy czym w przypadku obligacji CoCo z konwersją na akcje ryzyko to może zostać rozproszone bądź nawet zredukowane. Z kolei w przypadku określonych klauzul zawartych w hybrydach akcjonariusze emitenta w sensie ekonomicznym stają się uprzywilejowani w stosunku do posiadaczy nominalnie nadrzędnych do kapitału akcyjnego hybryd. Konieczne jest zatem zbadanie konsekwencji przyjęcia na siebie tego ryzyka, w szczególności w kontekście silnego zintegrowania systemu finansowego, a przez to jego wrażliwości na tzw. efekt *contagion*. Zachodzi bowiem ryzyko, że hybrydowe instrumenty finansowe staną się kanałem transmisji szoków cenowych, tym samym wręcz przyczyniając się do rozprzestrzeniania się lokalnych kryzysów i wywołując wspomniany efekt. Zbadanie tego zjawiska ma tym większe znaczenie, że w przypadku ostatniego

kryzysu finansowego efekt taki spowodowały kredytowe instrumenty pochodne. Wcześniej zignorowano związane z tymi instrumentami niebezpieczeństwo dla stabilności systemu finansowego.

Osobne wyzwanie stanowi kwestia wyceny oraz oceny ryzyka inwestycji w te papiery. Wycena hybryd jest niezwykle skomplikowanym zadaniem ze względu na wiele klauzul zawartych jednocześnie w poszczególnych instrumentach. Chodzi tu o klauzule przedterminowego wykupu, zaprzestania wypłaty odsetek i nominału, zmiany odsetek (*fix-to-float; step-up*) czy wreszcie wycenę obligacji typu CoCos. W przypadku tych ostatnich konwersja na akcje wyzwalana jest poprzez zmianę wskaźników księgowych emitenta.

Wstrzymanie płatności wywołane jest zmianą współczynników kapitałowych instytucji finansowej, trudno więc obliczyć prawdopodobieństwo przyjęcia przez ten współczynnik określonej wartości. Problemy wzbudza modelowanie tego współczynnika jako procesu z wykorzystaniem podejść pozwalających na określenie rynkowych miar wyceniających. Jako rozwiązanie proponujemy obserwację kursów akcji banków (odzwierciedlających zmiany współczynników kapitałowych).

Niniejsza książka stanowi pierwsze tak całościowe podejście do zagadnienia hybrydowych papierów wartościowych, przynajmniej w literaturze krajowej. Zebranie i analiza parametrów papierów hybrydowych z uwzględnieniem uwarunkowań regulacyjnych same w sobie stanowią poważne wyzwanie, w Polsce jeszcze niepodjęwane. Pozycja ta charakteryzuje się podejściem interdyscyplinarnym: zawiera obliczenia własne i propozycje wycen wypracowane przy okazji prowadzenia badań naukowych w zespołach badawczych oraz prezentowane na międzynarodowych konferencjach.

Analiza papierów hybrydowych jest głęboko osadzona w aktualnym kontekście regulacji. Papiery typu CoCos i *bail-in* są „produktem” pakietu CRD IV, którego częścią jest rozporządzenie CRR oraz dyrektywy BRRD. Przyjęte w 2013 roku rozporządzenie CRR przesądza o elementach konstrukcyjnych obligacji *contingent convertibles*, natomiast przepisy dyrektywy BRRD z maja 2014 roku są źródłem obligacji *bail-in*. Wejście w życie wspomnianych dwóch najnowszych regulacji (rozporządzenie zasadniczo obowiązuje od 1 stycznia 2014 roku, a dyrektywa ma być wdrożona do krajowego porządku prawnego najpóźniej do 1 lipca 2016 roku w zakresie instrumentu *bail-in*) stanowi cezurę w (krótkiej) historii papierów hybrydowych. Nowe regulacje dopiero zaczynają kształtować parametry hybryd, co tym bardziej przydaje opracowaniu walorowości. Osobno omówiono papiery hybrydowe emitowane przez ubezpieczycieli na gruncie przepisów Solvency II.

Osobną uwagę poświęcają autorzy osadzeniu hybryd w kontekście europejskiego rynku papierów wartościowych. Obecne regulacje Unii Europejskiej w zakresie rynków finansowych wywodzą się z Financial Stability Action Plan

(FSAP) i zostały wprowadzone w charakterystycznym czterostopniowym procesie, tzw. procesie Lamfalussy'ego. Ta struktura była następnie stosowana w innych aktach prawnych dotyczących rynku finansowego, z początku nieobjętych FSAP. Jednym z najważniejszych celów FSAP był rozwój jednolitego, paneuropejskiego rynku kapitałowego, który stałby się efektywniejszy i bardziej konkurencyjny niż kombinacja osobnych krajowych systemów regulacyjnych. Nowy instrument standaryzacji procedur był potrzebny dlatego, że poprzednie rozwiązania nie spełniły pokładanych w nich oczekiwań, gdyż zawierały luki i nieścisłości stwarzające przeszkodę w swobodnym oferowaniu transgranicznym i rozwoju jednolitego rynku. Państwa członkowskie Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG) dokonują harmonizacji prawa papierów wartościowych wewnątrz EOG przez implementację dyrektyw. W rezultacie państwa członkowskie mają dość ograniczoną możliwość wprowadzania, bezpośrednio lub pośrednio, jakichkolwiek dodatkowych regulacji dotyczących emitentów oraz uczestników rynków kapitałowych, jak również przyznawania zwolnień od obowiązków określonych w dyrektywach. Dyrektywa prospektowa określa, kiedy wymagane jest sporządzenie lub publikacja prospektu emisyjnego. Ponadto spółki notowane na terenie EOG muszą stosować się do wymogów dyrektywy o nadużyciach na rynku, która promuje natychmiastowe i uczciwe ujawnianie rynkowi istotnych informacji poprzez zobowiązanie notowanych spółek do zawiadamiania rynku o dotyczących ich informacjach poufnych najszybciej, jak to możliwe. Co więcej, spółki notowane na terenie EOG muszą stosować się również do dyrektywy o przejrzystości, która wymaga, aby notowane spółki ujawniały rynkowi określone informacje, łącznie z okresowymi informacjami finansowymi oraz zawiadamianiem o nabyciach lub rozporządzeniach głównych akcjonariuszy. Dyrektywa MiFID nakłada z kolei na oferujących papiery hybrydowe obowiązek ostrzeżenia o ryzyku wiążącym się z inwestycjami w tego typu papiery i odpowiednio dokładnego wyjaśnienia inwestorom jego charakteru. Jest to istotne dlatego, że – jak do tej pory – niewiadomą pozostaje ewentualna reakcja rynków w przypadku, gdy zajdzie tzw. zdarzenie inicjujące w odniesieniu do pojedynczej emisji. Może nastąpić transmisja szoku opisywana w niniejszej książce przez zjawisko *contagion*, na zasadzie reakcji rynków finansowych (i nie tylko finansowych) na załamanie się rynku papierów typu CDO w 2008 roku. Wówczas wielu nabywców skuszonych wysoką rentownością tamtych papierów w ówczesnym świecie niskich stóp procentowych poniosło straty wskutek materializacji ryzyk, o których nie mieli pojęcia. Ważne jest, aby i dziś wysoka rentowność obligacji hybrydowych nie oznaczała po stronie nabywców (zwłaszcza detalicznych) wzięcia na siebie ryzyk, których istoty nie rozumieją i nie potrafią właściwie oszacować.

Hybrydowe papiery wartościowe – pojęcie i charakterystyka

1.1. Wprowadzenie

Hybrydowe papiery wartościowe (*hybrid capital securities*), zwane także papierami hybrydowymi lub hybrydami (*hybrids*), to papiery wartościowe, które mają cechy długu i zwykłego kapitału własnego (*common equity*), przy czym nie przyjmują definitywnej formy żadnego z nich¹.

Do cech *common equity* można zaliczyć:

- nieokreślony lub bardzo długi termin wykupu,
- niewystępowanie ustalonych płatności (*deferral*),
- tzw. podporządkowanie (*subordination*): w razie niewypłacalności lub likwidacji emitenta pierwszeństwo przed posiadaczami papierów hybrydowych do jego majątku mają wszyscy wierzyciele.

Ze względu na powyższe cechy można identyfikować akcję zwykłą, choć papier hybrydowy, w odróżnieniu od akcji zwykłej, nie daje posiadaczowi uprawnień korporacyjnych z prawem głosu na czele. Kolejny element długu w papierze hybrydowym to występowanie klauzul kształtujących treść zobowiązania emitenta (*covenants*), nadrzędność co do spłaty w stosunku do *common equity*. Ponadto, w odróżnieniu od akcji zwykłej, papiery hybrydowe mają co prawda odległą, ale jednak umowną lub efektywną zapadalność – nawet jeżeli są to instrumenty „wieczyste” (*perpetual*), to „wieczystość” takich papierów w praktyce jest ograniczana przez mechanizm rosnących skokowo płatności kuponowych (*coupon step-ups*) oraz prawa emitenta do wykupu (*call*). Można powiedzieć, że większość papierów hybrydowych przyjmuje cechy długu, kiedy emitent jest w dobrej sytuacji finansowej. Z reguły bowiem decyzji będą

¹ K. Liberadzki, *Obligacje projektowe. Instrument finansowania wielkich projektów inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 78.

raczej skłonni dokonywać płatności okresowych pomimo istnienia możliwości przesunięcia płatności w czasie w celu utrzymania dostępu do rynków finansowych. Gdy standing emitenta ulega pogorszeniu, korzysta on z elastyczności, jaką daje *equity*, co w praktyce oznacza brak konieczności dokonania płatności w terminie przewidzianym w warunkach emisji. Podsumowując, papiery hybrydowe oferują elastyczność *equity* bez efektu w postaci rozwodnienia akcjonariatu. W przypadku defaultu roszczenia wierzycieli nadrzędnych nie doznają uszczerbku (nawet można powiedzieć, że ich pozycja ulega poprawie²). Hybrydy stanowią stabilne źródło długoterminowego finansowania dla emitentów w dobrej sytuacji finansowej, a przy tym dają im elastyczność finansową osiągniętą dzięki możliwości opóźnienia spłaty odsetek bez ryzyka defaultu emitenta. Odrębnym zagadnieniem jest przydatność hybryd polegająca na tym, że z ich wykorzystaniem emitenci wykazują poziom środków kapitałowych zgodny z wymogami ostrożnościowymi i ratingowymi³.

W tym miejscu należy zadać sobie pytanie o miejsce akcji uprzywilejowanych w przestrzeni pomiędzy akcjami zwykłymi a obligacjami. W przypadku likwidacji emitenta posiadacze akcji uprzywilejowanych zaspokajają się z jego majątku po wszystkich wierzycielach, ale z pierwszeństwem przed posiadaczami akcji zwykłych. A zatem występuje tu przynajmniej jeden wymiar papierów hybrydowych, zwłaszcza że można mówić również o akcjach uprzywilejowanych, w zasadzie pozbawionych uprawnień korporacyjnych i płacących dywidendy regularnie, lub przynajmniej dających prawo do pojedynczej płatności dywidendy w określonym horyzoncie czasowym⁴.

Rozbieżności rodzi kwestia zaliczenia obligacji zamiennych do kategorii papierów hybrydowych. Obligacja zamienna (*convertible bond*) jest instrumentem dłużnym, który – według wyboru jego posiadacza – może zostać zamieniony na instrument kapitałowy. W przypadku dokonania konwersji obligacji na akcje obligatariusz obejmuje akcje emitenta obligacji. Nadmienić należy, że objęcie akcji dokonuje się zgodnie z procedurą warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego spółki emitenta uregulowanej w kodeksie spółek handlowych⁵.

Możliwość takiej „transformacji” nie musi oznaczać „hybrydowego” charakteru instrumentu. Oczywiście, może się okazać, że przynajmniej jeden z instrumentów wbudowanych w strukturę obligacji zamiennej będzie papierem

² Por. podrozdz. 2.6.2.

³ Por. podrozdz. 2.3–2.5 i 3.1.

⁴ Por. podrozdz. 1.4.

⁵ M. Liberadzki, *Obligacje zamienne na akcje*, [w:] B. Bernaś, A. Kopiński (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 158, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 999.

hybrydowym. To może dotyczyć zarówno papieru dłużnego, jak i bazowego instrumentu kapitałowego: obligacja zamienna może mieć niektóre cechy kapitału własnego (takie jak brak terminu wykupu), instrumentem bazowym może być np. akcja uprzywilejowana. W takim przypadku hybrydowy charakter obligacji zamiennej jest bezsprzeczny. Najczęściej jednak instrument zamienny jest zwykłym papierem dłużnym (bez cech *equity*), który może być zamieniony na instrument będący w pełni typu *equity* (niemający żadnych cech długu). Kolejną odmianą obligacji zamiennych spotykana na rynkach zagranicznych są tzw. *mandatory convertibles*. W przypadku tych papierów obligatariusz musi dokonać konwersji według ustalonego przelicznika, jeśli przetrzymuje instrumenty do wykupu. Wśród wielu rodzajów takich instrumentów wyróżnić można *debt exchangeable for common stock* (DECS) oraz *preferred equity redemption cumulative stock* (PERCS).

Czy takie prawo konwersji wystarczy, żeby zaklasyfikować taki papier do grupy hybrydowych?⁶ Odpowiedź wydaje się negatywna, a obligacje zamienne powinny być uznawane za instrument dłużny powiązany z akcjami (*equity-linked*). Pomimo że niektórzy autorzy uznają obligacje zamienne za rodzaj papierów hybrydowych⁷, dla celów niniejszej książki obligacje zamienne nie są za takie uznawane i dlatego nie będą omawiane dalej⁸. Takie podejście uzasadnia dodatkowo to, że mechanizmy Unii Bankowej nie odnoszą się do instrumentów dłużnych, w przypadku których konwersja następuje z woli ich posiadaczy.

Zupełnie odmiennie jest w przypadku specyficznego rodzaju obligacji zamiennych: obligacji *contingent convertibles* (tzw. CoCos). Jak dotąd nie wypracowano polskiego odpowiednika terminu anglojęzycznego; być może najbliższy oryginałowi i oddający w jakimś stopniu sens tego instrumentu byłby termin „obligacje warunkowo zamienne” lub „obligacje przymusowo zamienne”. W przypadku CoCos zamiana nie jest prawem, które w określonej chwili może wykonać obligatariusz, tak jak dzieje się w przypadku mechanizmu *convertibles*, ale jest wymuszona, kiedy kapitał regulacyjny spada poniżej określonego wcześniej poziomu. Ta unikalna cecha leży u podstaw mechanizmu absorpcji strat przez CoCos: cel regulacyjny, który nie został osiągnięty przez przedkryzysowe prawodawstwo w zakresie struktury kapitałowej podmiotów regulowanych w takim stopniu, w jakim oczekiwano.

⁶ Osobną klasyfikację obligacji zamiennych i papierów typu *hybrid* przyjęto również w: M. Liberadzki, *Obligacje*, [w:] J. Szlęzak-Matusiewicz, P. Felis (red.), *Finansowanie przedsiębiorstwa – ujęcie teoretyczno-praktyczne*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 105–127.

⁷ J. De Spiegeleer, W. Schoutens, C. Van Hulle, *The handbook of hybrid securities: Convertible bonds, coco bonds and bail-in*, Wiley Finance Series, London 2014, s. 19.

⁸ Obszernie na temat konstrukcji obligacji zamiennych oraz ich wyceny: K. Liberadzki, *Dłużne papiery wartościowe*, Difin, Warszawa 2014, rozdział 4.3.

Książka zawiera kompleksową charakterystykę nowego instrumentu na rynkach dłużnych, jakim są papiery hybrydowe (*hybrid securities*) nowej generacji. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują papiery typu *cotinent convertible* (CoCo) oraz obligacje *bail-in*. Instrumenty te pojawiły się stosunkowo niedawno i zysują odgrywać coraz większą rolę jako narzędzie finansowania banków, ubezpieczycieli i wielkich korporacji na międzynarodowych rynkach obligacji.

Instrumenty hybrydowe łączą w sobie cechy instrumentów dłużnych oraz akcji. W dodatku zawierają wiele klauzul typu warunkowego i opcyjnego, co sprawia, że ich zastosowanie jest wyzwaniem z punktu widzenia wyceny, kwantyfikacji ryzyka oraz analizy prawnej.

O unikalności książki stanowi zaprezentowane w niej podejście całościowe, interdyscyplinarne, obejmujące analizę finansową, prawną oraz zaawansowaną matematykę finansową. Szczegółowo omówiono:

- pojęcie i cechy hybrydowych papierów wartościowych,
- finansowe papiery hybrydowe,
- korporacyjne papiery hybrydowe,
- regulacje UE dotyczące hybrydowych papierów wartościowych na rynkach finansowych,
- wycenę hybrydowych papierów wartościowych.

Publikacja będzie cennym źródłem wiedzy dla finansistów-bankowców, pracowników towarzystw ubezpieczeniowych, pracowników Narodowego Banku Polskiego, prawników zajmujących się prawem korporacyjnym i finansowym oraz podatkowym, pracowników naukowych i studentów kierunków ekonomicznych i prawnych.

Kamil Liberadzki i **Marcin Liberadzki** są ekonomistami i prawnikami, adiunktami w Instytucie Finansów SGH; prowadzą własną kancelarię radcy prawnego oraz współpracują z instytucjami finansowymi i kancelariami prawnymi zajmującymi się prawem korporacyjnym w Polsce. Są też autorami licznych publikacji poświęconych papierom dłużnym.

Zamówienia:

tel. 801 04 45 45, fax 22 535 80 01

zamowienia@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl



9 788326 494352 W01P01

ISBN 978-83-264-9435-2



9 788326 494352

Cena 99 zł (w tym 5% VAT)