

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

323

Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski



Redaktorzy naukowi

Krzysztof Jajuga

Wanda Ronka-Chmielowiec



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Agnieszka Flasińska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-351-9

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Adam Adamczyk: Poziom wewnętrznych źródeł finansowania jako determinanta inwestycji w działalność B + R przedsiębiorstw	13
Roman Asyngier: Ekonomiczne i prawne aspekty nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect. Ocena i propozycje zmian.....	23
Jacek Bialek: Zastosowanie autorskiego indeksu wydajności pracy do analizy dynamiki cen jednostek rozrachunkowych OFE	34
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk: Zrównoważona Karta Wyników w zakładzie ubezpieczeń.....	43
Dawid Dawidowicz: Ocena efektywności nowych i pozostałych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2000–2012.....	53
Ewa Dziwok: Weryfikacja modeli krzywej dochodowości na podstawie metod dynamicznych.....	66
Krzysztof Echaust: Zwroty dzienne a zwroty nocne – porównanie wybranych własności na przykładzie kontraktów <i>futures</i> notowanych na GPW w Warszawie.....	75
Urszula Gierałtowska: Inwestowanie w metale szlachetne jako alternatywna forma lokowania kapitału	88
Paweł Kliber: Spread WIBOR-OIS jako miara ryzyka kredytowego i premii płynnościowej	101
Karol Marek Klimczak: Struktura autoregresyjna zysku rezydualnego spółek z Polski, Niemiec i Francji.....	112
Anna Korzeniowska: Wybrane problemy rynku finansowego wynikające z sytuacji na rynku oszczędności gospodarstw domowych.....	120
Mieczysław Kowerski: Cateringowa teoria dywidend.....	128
Marzena Krawczyk: Adekwatność oferty instytucji rynku finansowego do potrzeb kapitałowych MŚP.....	142
Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda: Wpływ doświadczenia giełdowego na koszt pozyskiwania kapitału na rynku Catalyst	151
Robert Kurek: Ewolucja konwergencji regulacji i sposobów nadzorowania na rynku ubezpieczeniowym UE.....	161
Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń: Efekty wpływu czynników behawioralnych na stopy zwrotu z akcji spółek sektora budowlanego notowanych na GPW w Warszawie.....	170

Sebastian Majewski: Behawioralny portfel według Masłowa – analiza symulacyjna.....	180
Marta Malecka: Metody oceny jakości prognoz ryzyka rynkowego – analiza porównawcza	192
Aleksander R. Mercik: Wykorzystanie rozkładu t -Studenta do szacowania wartości zagrożonej	202
Artur Mikulec: Znormalizowany względem czasu τ wskaźnik Calmara i jego zastosowanie w analizie efektywności inwestycji portfelowych.....	212
Wojciech Misterek: Bariery w zakresie pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania na realizację projektów innowacyjnych przedsiębiorstw	223
Paweł Niszczota: Wpływ języka raportowania na płynność spółek zagranicznych notowanych na GPW	232
Dorota Pekasiewicz: Wyznaczanie współczynnika bezpieczeństwa na podstawie kwantyla rozkładu sumy roszczeń w portfelu ubezpieczeń komunikacyjnych.....	241
Agnieszka Perepeczo: Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych.....	253
Tomasz Pisula: Metodyczne aspekty zastosowania modeli skoringowych do oceny zdolności kredytowej z wykorzystaniem metod ilościowych.....	265
Paweł Porcenaluk: Analiza wybranych miar ryzyka płynności dla akcji notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011	289
Marcin Salamaga: Zastosowanie metody średniej kroczącej do badania zyskowności inwestycji na polskim rynku kapitałowym	298
Rafał Siedlecki: Prognozowanie trudności finansowych przedsiębiorstw z wykorzystaniem miary rozwoju Hellwiga	308
Anna Sroczyńska-Baron: Możliwości aplikacyjne gier mniejszościowych na Gieldzie Papierów Wartościowych	319
Michał Stachura, Barbara Wodecka: Asymetria w ujęciu Boshnakova – propozycja metody szacowania miar asymetrii z próby.....	328
Piotr Staszkiwicz: Verification of the disclosure lemma applied to the model for reputation risk for subsidiaries of non-public group with reciprocal shareholding on the Polish broker-dealers market.....	337
Anna Szymańska: Bayesowskie szacowanie stawek składki w ubezpieczeniach komunikacyjnych z wybranymi funkcjami straty	347
Jacek Welc: Prognozowana dynamika zysków spółek a obciążenie błędów prognoz – doświadczenia polskie	357
Jerzy Węclawski: Pożyczki hybrydowe jako alternatywna forma finansowania przedsiębiorstw	366
Ryszard Węgrzyn: Analiza wrażliwości zmienności implikowanej względem instrumentu podstawowego opcji – podejście dynamiczne.....	375
Stanisław Wieteska: Obciążenia obiektów budowlanych śniegiem jako element ryzyka w ubezpieczeniach majątkowo-osobowych w Polskim obszarze klimatycznym	385

Zuzanna Wośko: Odporność sektora bankowego w Polsce na szoki zewnętrzne w kontekście ryzyka kredytowego. Badanie zależności między zmiennymi makroekonomicznymi	397
Anna Zamojska: Wskaźnik Sharpe'a w teorii i w praktyce.....	406
Aneta Zglińska-Pietrzak: Bootstrapowe prognozy zmienności stóp zwrotu na podstawie modelu GARCH	415
Monika Zielińska-Sitkiewicz: Ocena kondycji rynku nieruchomości mieszkaniowych na podstawie badania danych z raportów finansowych firm deweloperskich	423

Summaries

Adam Adamczyk: The level of internal sources of finance as a determinant of investment in R & D of enterprises	22
Roman Asyngier: Economic and legal aspects of irregularities in the functioning of the NewConnect market. Assessment and suggestions for changes	33
Jacek Bialek: Application of the original index of labour productivity in the analysis of open pension funds' units dynamics	42
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk: Balanced Scorecard in insurance company.....	52
Dawid Dawidowicz: Evaluation of efficiency of new Polish equity investment funds in comparison to the other investment funds in the period 2000–2012	65
Ewa Dziwok: Yield curve verification based on the correlation surface method	74
Krzysztof Echaust: Traded period returns and non-traded period returns – comparison of selected properties on the basis of futures contracts quoted on Warsaw Stock Exchange.....	87
Urszula Gieraltowska: Investing in precious metals as an alternative form of capital investment	100
Paweł Kliber: WIBOR-OIS spread as a measure of liquidity and default risk	111
Karol Marek Klimczak: Autoregressive structure of residual income of Polish, French and German firms.....	119
Anna Korzeniowska: Selected problems of financial market resulting from the situation on household savings market	127
Mieczysław Kowerski: Catering theory of dividends	141
Marzena Krawczyk: Adequacy of the offer given by financial market institution to capital needs of SMEs	150
Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda: The impact of the stock-market experience on the cost of capital gained on the Catalyst market.....	160

Robert Kurek: The evolution in convergence of supervision regulations and methods on the European Union insurance market	169
Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń: The effects of impact of behavioural factors on the rate of return of construction companies stocks listed on the Warsaw Stock Exchange.....	179
Sebastian Majewski: Behavioural portfolio according to Maslov – simulation analysis	191
Marta Malecka: Methods for evaluating Value-at-Risk forecasts – comparative analysis	201
Aleksander R. Mercik: Using the Student's <i>t</i> distribution in Value-at-Risk estimation.....	211
Artur Mikulec: Tau-normalized-Calmar ratio and its application in the analysis of portfolio investment efficiency	222
Wojciech Misterek: Barriers in obtaining external funding to the realization of innovative projects in companies	231
Paweł Niszczota: The language used in filings and the trading activity of foreign companies listed on the Warsaw Stock Exchange	240
Dorota Pekasiewicz: Determination of the safety factor based on quantile of the sum of claims distribution in the portfolio of automobile insurance....	252
Agnieszka Perepeczo: Market reactions to dividend announcements in public companies – empirical evidence.....	264
Tomasz Pisula: Methodological aspects of the application of credit scoring models to assess the creditworthiness with the use of quantitative methods	288
Paweł Porcenaluk: The analysis of the selected liquidity risk measures for stocks listed on the Warsaw Stock Exchange in 2001–2011 period.....	297
Marcin Salamaga: An application of moving average rules for testing the profitability of Polish stock market.....	307
Rafał Siedlecki: Forecasting financial problems of companies based on Hellwig measurement of development	318
Anna Sroczyńska-Baron: The application of the minority games and gambling on the stock exchange.....	327
Michał Stachura, Barbara Wodecka: Boshnakov's approach to asymmetry – proposal of estimation of sample asymmetry measures	336
Piotr Staszkiwicz: Weryfikacja lematu ujawnienia dla modelu ryzyka reputacji niepublicznych grup kapitałowych z powiązaniem wzajemnymi na polskim rynku firm inwestycyjnych	346
Anna Szymańska: Bayesian estimation of premium rates in motor insurance with selected loss functions	356
Jacek Welc: Forecasted earnings growth of companies and earnings forecast bias – Polish experience.....	365
Jerzy Węclawski: Hybrid loans as an alternative form of corporate finance ..	374

Ryszard Węgrzyn: Analysis of the sensitivity of implied volatility to the underlying instrument of option – a dynamic approach.....	384
Stanisław Wieteska: Overload of roofs of buildings with snow as an element of risk in property insurance in the Polish climate area.....	396
Zuzanna Wośko: Resilience of the Polish banking sector to external shocks in the context of credit risk. Analysis of the relationship between macro-economic variables	405
Anna Zamojska: Sharpe ratio – theory and practice.....	414
Aneta Zglińska-Pietrzak: Bootstrap predictions of returns for GARCH processes	422
Monika Zielińska-Sitkiewicz: Assessment of the condition of the Polish real estate market based on the data analysis from the financial statements of developers	437

Jerzy Węclawski

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

POŻYCZKI HYBRYDOWE JAKO ALTERNATYWNA FORMA FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

Streszczenie: Przejawem rozwoju rynku finansowego jest tworzenie nowych instrumentów finansowania przedsiębiorstw. Pożyczki hybrydowe są instrumentem łączącym w określonych proporcjach cechy tradycyjnego kapitału własnego i kapitału obcego. Określona elastyczność w kształtowaniu warunków emisji pożyczek hybrydowych pozwala na realizację zarówno emitentom, jak i inwestorom wielu korzyści finansowych. Dość skomplikowany proces emisji wymaga zaangażowania wielu podmiotów uczestniczących w opracowaniu struktury instrumentu i jego wprowadzeniu na rynek. Współcześnie korzystają z nich przede wszystkim korporacje dla finansowania dużych programów inwestycyjnych. Rynek tego typu instrumentów jest silnie uzależniony od bieżącej koniunktury i wykazuje znaczne fluktuacje.

Słowa kluczowe: finansowanie, kapitał hybrydowy, pożyczki podporządkowane.

1. Wstęp

Kryzys finansowy ostatnich lat doprowadził do wielu przewartościowań, a w konsekwencji zmian na rynku finansowym. Wzrost ryzyka finansowego skłania przedsiębiorstwa do podnoszenia kapitału własnego. Dotyczy to zarówno podmiotów regulowanych, które zmuszone są do spełniania określonych norm ostrożnościowych, jak i pozostałych, które chcą poprawić strukturę swojego bilansu i zwiększyć tym samym wiarygodność wobec kontrahentów i inwestorów. Okres kryzysu czy spowolnienia gospodarczego nie sprzyja jednak pozyskiwaniu nowych udziałowców i akcjonariuszy. Stąd rosnącą popularnością cieszą się instrumenty hybrydowe, które łączą w sobie cechy kapitału własnego i obcego. Poprzez nadanie im odpowiednich właściwości oferują przedsiębiorstwom i inwestorom wiele korzyści, zwiększając z jednej strony dostęp do finansowania, a z drugiej oferując dogodne możliwości alokacji środków finansowych.

Jednym z instrumentów finansowych, który zyskuje w ostatnich latach znaczenie we wskazanym kontekście, są pożyczki hybrydowe. Celami opracowania są przedstawienie i analiza właściwości tego instrumentu, procesu emisji oraz motywów zainteresowania nim ze strony przedsiębiorstw i inwestorów. Przedmiotem rozważań

są pożyczki hybrydowe zaciągane przez przedsiębiorstwa. Opracowanie odwołuje się w głównej mierze do doświadczeń rynku niemieckiego, który ma dość długie tradycje w korzystaniu z *mezzanine capital*, a w ostatnich latach dostosował się do nowych uwarunkowań regulacyjnych i rynkowych.

2. Rozwój rynku pożyczek hybrydowych i ich emitenci

Rozwój gospodarczy sprawia, że działalność przedsiębiorstw jest coraz silniej uzależniona od zewnętrznych źródeł finansowania. Konkurencja o wolne zasoby kapitałowe oferowane przez inwestorów skłania emitentów do modyfikacji dotychczasowych i wprowadzania nowych instrumentów finansowych pozwalających na ich pozyskanie. Przykładem z ostatnich lat są pożyczki hybrydowe, które ze stosunkowo prostego instrumentu dłużnego pożyczki podporządkowanej przekształciły się w instrument o rozbudowanych parametrach i procedurze wprowadzania do obrotu rynkowego.

Rynek pożyczek podporządkowanych rozwijał się początkowo w dużej mierze w wyniku rosnącego zapotrzebowania na kapitał regulacyjny ze strony banków i zakładów ubezpieczeń. Było to związane z wprowadzoną w 1996 r. przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei możliwością włączenia tej kategorii kapitału do rachunku wymogów kapitałowych ciążyących na tych podmiotach [Basle Committee on Banking Supervision 1996]. Stosunkowo szybko rozwinął się wystandaryzowany segment rynku dla tego typu finansowania. Natomiast przedsiębiorstwa sięgały do pożyczek podporządkowanych stosunkowo rzadko. Spowodowane to było brakiem przejrzystych kryteriów kwalifikacji tego typu instrumentu ze strony agencji ratingowych i niekorzystnych limitów ich zaliczania do kapitału własnego przedsiębiorstwa. Dopiero wprowadzenie na początku 2005 r. przez agencję Moody's nowych kryteriów pozwalających na jednoznaczną ocenę pożyczek hybrydowych oraz podniesienie granicy ich zaliczania do kapitału własnego z 50 do 75%, a wkrótce także podobne działania podjęte przez inne agencje, otworzyły ten segment rynku w większym zakresie dla przedsiębiorstw. W latach 2006 i 2007 było kilka dużych emisji (150–1300 mln euro) przeprowadzonych przez przedsiębiorstwa z różnych branż [Hampl i in. 2006].

Finansowanie przedsiębiorstw za pomocą pożyczek hybrydowych, ze względu na ich znaczne kwoty, było w ostatnich latach silnie uzależnione od stanu koniunktury gospodarczej i sytuacji na kapitałowym, ale także kolejnych zmian w metodologii oceny emisji przez agencje ratingowe. W latach 2008 i 2009 kryzys gospodarczy zahamował emisje korporacyjnych pożyczek hybrydowych. Po tej przerwie pojawiła się na początku 2010 r. na rynku emisja holenderskiej firmy energetycznej Tenne T na kwotę 500 mln euro. W tym okresie agencja Moody's dokonywała zmiany zasad oceny pożyczek hybrydowych i widoczne było oczekiwanie rynku na ich ogłoszenie. Dopiero w drugiej połowie roku pojawiły się kolejne emisje korporacyjne opiewające na kwoty od 500 do 1750 mln euro. Pod koniec 2010 r. sytuacja gospodarcza

na rynku europejskim na tyle się pogorszyła, że kilka zapowiedzianych emisji pożyczek hybrydowych nie doszło do skutku. Po kilku miesiącach przerwy znowu poprawa nastrojów rynkowych umożliwiła plasowanie kilku emisji na kwoty od 300 do 750 mln euro [Gerhold 2011]. Analiza transakcji wskazuje, że emitentami są w przeważającej mierze koncerny z sektora paliwowo-energetycznego, które finansują za ich pomocą duże programy inwestycyjne. W większości spotykały się one z dużym zainteresowaniem inwestorów, gdyż oferowały korzystniejsze oprocentowanie od pożyczek senioralnych, przy stosunkowo niewysokim ryzyku. Z drugiej jednak strony rynek pożyczek hybrydowych, zarówno pierwotny, jak i wtórny, jest mniej stabilny od rynku pożyczek senioralnych. Silny wpływ na powodzeniu emisji pożyczki hybrydowej posiada tym samym nie tylko jej struktura determinująca opłacalność finansową, ale także moment czasowy, w którym ma być uplasowana na rynku.

Badania przeprowadzone na rynku niemieckim wskazują, że dzięki instrumentom hybrydowym przedsiębiorstwa pozyskały znaczne środki stanowiące 10–15% ich sumy bilansowej [Hommel, Schaum 2011]. Należy nadmienić, że także instytucje publiczne zajmujące się udzielaniem wsparcia finansowego przedsiębiorstwom stawiają do ich dyspozycji programy złożone z klasycznych pożyczek i pożyczek podporządkowanych.

3. Kategoryzacja pożyczki hybrydowej

Na współczesnym rynku finansowym przedsiębiorstwa mogą korzystać z wielu alternatywnych form finansowania swoich potrzeb kapitałem własnym i obcym. Każda z nich ma swoje zalety, ale i wady, co skłania do poszukiwania nowych rozwiązań. Typowymi sposobami pozyskiwania kapitału własnego są emisja akcji lub zastosowanie zbliżonych do nich swoim charakterem instrumentów finansowych. Ich mankamentem z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy jest ewentualność zmiany dotychczasowych stosunków własnościowych. Pozyskanie kapitału własnego w jego klasycznej formie nie pozwala przy tym, w odróżnieniu od kapitału obcego, na uwzględnienie w kosztach uzyskania przychodu wynagrodzeń kapitałodawców, a tym samym realizacji przez przedsiębiorstwo korzyści podatkowych. Instrumentem, który ma właściwości kapitału własnego, a jednocześnie pozwala na skorzystanie z określonych zalet kapitału obcego, jest kapitał hybrydowy.

Rozwój rynku instrumentów alternatywnych sprawia, że następuje ich dywersyfikacja, a w efekcie wzbogacana jest gama tych źródeł finansowania. Stąd w literaturze przedmiotu pojawiają się ujęcia wyodrębniające kapitał hybrydowy z tradycyjnego *mezzanine capital*. Z punktu widzenia prowadzonych w tym opracowaniu analiz ma to o tyle istotne znaczenie, że pozwala na specyfikację cech pożyczek hybrydowych (por. rys. 1).

Z zestawienia cech klasycznego *mezzanine capital* i pożyczek hybrydowych wynika, że instrumenty należące do pierwszej grupy pozwalają na pozyskiwanie kapitału własnego lub zbliżonego do niego swoimi właściwościami i skierowane są

<i>Mezzanine capital</i>	Kapitał hybrydowy
1) Stosunkowo mniejsze kwoty finansowania	1) Stosunkowo duże kwoty finansowania
2) Zaliczenie do kapitału własnego według IFRS dyskusyjne	2) Według ISRF z reguły zaliczane do kapitału własnego
3) Z reguły obciążenie oprocentowaniem przez okres 3–10 lat	3) Nieskończenie długi okres zapadalności i brak zobowiązania spłaty
4) Brak ryzyka wycofania się emitenta	4) Inwestorzy obciążeni ryzykiem wycofania się emitenta i bez praw do wypowiedzenia pożyczki
5) Z reguły udział we wzroście wartości przedsiębiorstwa	5) Brak wzrostu wynagrodzenia inwestora w wyniku korzystnego rozwoju przedsiębiorstwa
6) Finansowanie z reguły na warunkach niezależnych od rynku giełdowego	6) Korzyści podatkowe przynależne kapitałowi obcemu
	7) Notowane na giełdzie przez co zapewniają płynność wycofania na rynku wtórnym

Rys. 1. Porównanie cech tradycyjnego *mezzanine capital* i kapitału hybrydowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Nolling, Jendruschewitz 2006, s. 436].

do mniejszych podmiotów. Środki finansowe pochodzą od stosunkowo małej liczby inwestorów skupionych w ramach funduszu. Wartość emisji na rynku niemieckim zawiera się w granicach od 5 do 20 mln euro. Natomiast z pożyczek hybrydowych korzystają podmioty większe, a ich kwoty wynoszą od 50 mln do 16 mld euro [Nolling, Jendruschewitz 2006; Coenen, Silvanus 2011]. Ich przeznaczeniem jest finansowanie dużych projektów inwestycyjnych. Wymaga to sięgnięcia do znacznej liczby inwestorów przez wprowadzenie instrumentu do obrotu giełdowego. Giełda zapewnia jednocześnie określoną płynności pożyczki, co jest niezbędne ze względu na bardzo długi okres, na jaki następuje emisja.

4. Właściwości pożyczki hybrydowej

Pożyczka hybrydowa jest instrumentem zaliczanym do kapitału obcego, ale o silnie ograniczonych prawach wierzycieli, a jednocześnie mającym określone cechy kapitału własnego. Łączenie w sobie klasycznych cech kapitału obcego i własnego sprawia, że pożyczka hybrydowa musi być wyposażona we właściwości odpowiadające interesom dwóch grup interesariuszy: właścicieli przedsiębiorstwa i pożyczkodawców. Duża elastyczność instrumentu finansowego, jakim jest pożyczka hybrydowa, powoduje, że nie występuje żadna standardowa jego struktura. Do podstawowych cech pożyczki można jednak zaliczyć: podporządkowany charakter, bardzo długi okres zapadalności, ograniczone możliwości wypowiedzenia, stałe oprocentowanie.

Pożyczka hybrydowa jest z reguły wierzycelnością niższego stopnia, podporządkowaną w stosunku do innych rodzajów kapitału obcego, realizowaną w przypadku

niewypłacalności emitenta dopiero przed roszczeniami posiadaczy akcji zwykłych i uprzywilejowanych.

Pożyczki hybrydowe emitowane są na bardzo długie (np. 100, 1000 lat) lub nieograniczone okresy, a więc w praktyce mają nieskończony termin zapadalności.

Kolejną cechą pożyczki hybrydowej jest ograniczenie możliwości jej wypowiedzenia. Konstrukcja prawna tego instrumentu przewiduje zasadniczo możliwość wypowiedzenia pożyczki jedynie dla jej emitenta w ustalonych okresach (np. co kilka lat). Pierwszy okres obowiązywania opcji kupna jest przy tym stosunkowo długi i z reguły wynosi 10 lat. Emitenci zastrzegają sobie z reguły prawo do wypowiedzenia pożyczki w szczególnych okolicznościach (np. zmiany kwalifikacji wierzytelności tego typu do kapitału własnego przez agencje ratingowe bądź zmiany przepisów podatkowych uniemożliwiające zaliczenie wypłacanego oprocentowania do kosztów uzyskania przychodu). Struktura finansowania za pomocą pożyczki hybrydowej może przewidywać obowiązek emitenta jej refinansowania za pomocą instrumentu o takiej samej ocenie ratingowej w przypadku skorzystania z opcji kupna. Natomiast inwestorzy mogą wycofać się z inwestycji tylko w ściśle określonych sytuacjach, uzgodnionych indywidualnie dla każdej emisji [Schlitt i in. 2011].

Pożyczki hybrydowe są bardziej ryzykowne dla inwestorów niż typowe pożyczki komercyjne. W związku z tym muszą być od nich odpowiednio wyżej oprocentowane. Emitenci ustalają dla pożyczek hybrydowych różne zasady oprocentowania, ale z reguły jest to oprocentowanie o stopach stałych. Stosowane są przy tym różne konstrukcje stopy procentowej. Przykładowo w pierwszym okresie (5–10 lat), w którym pożyczka nie podlega wypowiedzeniu przez emitenta, stosuje się stosunkowo wysokie oprocentowanie stałe. Po upływie tego pierwszego okresu przez następnych kilka lat, w których pożyczka ponownie nie może być wypowiedziana, oprocentowanie składa się z odpowiednio niższej części stałej i części zmiennej opartej na wybranej rynkowej stopie procentowej powiększonej o ustaloną marżę. Jeżeli w tym kolejnym okresie pożyczka nie zostanie wypowiedziana przez emitenta, jej dalsze oprocentowanie opiera się na stopie rynkowej powiększonej o marżę [Coenen, Silvanus 2011]. Kolejnym stosowanym rozwiązaniem, mającym wiele wariantów, jest możliwość odroczenia przez emitenta wypłaty oprocentowania w zależności od jego sytuacji finansowej i powiązania go z osiąganiem przez emitenta określonych wskaźników ekonomicznych lub wypłatą dywidendy. Zawieszono płatności oprocentowania mogą być wypłacane w formie pieniężnej lub akcji własnych emitenta.

Pożyczka hybrydowa jest instrumentem finansowym szczególnie przydatnym dla przedsiębiorstw, które mają określone problemy z pozyskaniem klasycznego kapitału własnego lub chcących uniknąć zmiany dotychczasowych stosunków własnościowych w spółce. Tymczasem nadanie pożyczce hybrydowej odpowiednich cech pozwala zaklasyfikować ją w ramach bilansu sporządzanego zgodnie z MSSF jako kapitał własny. Prowadzi to do poprawy struktury bilansu, a w konsekwencji osiągnięcia przez przedsiębiorstwo-emitenta pożyczki dalszych korzyści. Pożyczka hybrydowa jednocześnie, jako alternatywny sposób pozyskania kapitału, dywersyfi-

kuje jego źródła finansowania i obniża stopień uzależnienia od zewnętrznych dawców kapitału.

Traktowanie pożyczek hybrydowych z punktu widzenia prawa podatkowego jako kapitału obcego pozwala na ujmowanie kosztów odsetek jako kosztów uzyskania przychodu, a tym samym na zmniejszenie wyniku finansowego przed opodatkowaniem i ograniczenie kosztów pozyskania kapitału. Wpłaty na rzecz inwestorów finansujących pożyczki hybrydowe są niższe niż przeciętne koszty klasycznego kapitału własnego, co pozwala na pozyskanie jego substytutu po niższej cenie [Hampl i in. 2006].

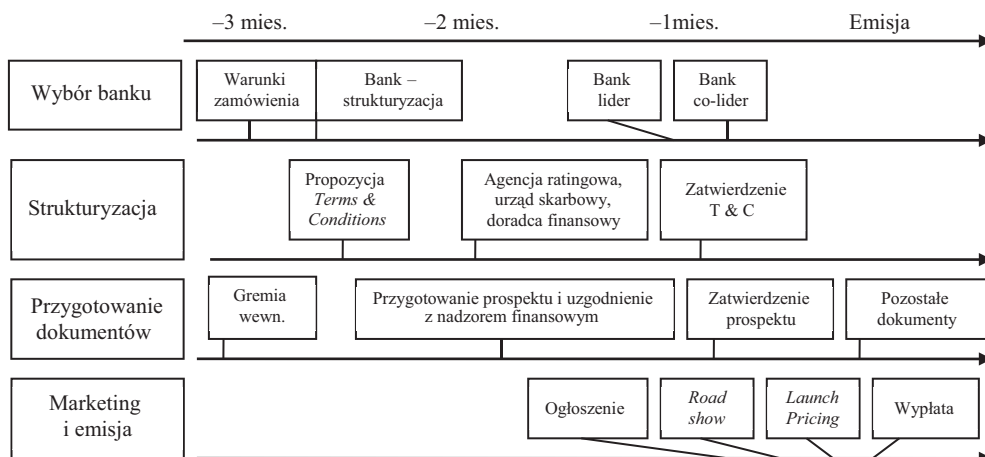
Agencje ratingowe klasyfikują pożyczki hybrydowe częściowo jako kapitał własny, a częściowo jako kapitał obcy. Zaliczenie części środków pozyskanych z emisji do kapitału własnego pozwala na uzyskanie wyższego ratingu przez całe przedsiębiorstwo. Poprawia to wskaźniki zadłużenia obliczane dla zadłużenia z tytułu finansowania kapitałem obcym lub umożliwia zaciąganie dalszych zobowiązań tego rodzaju. Z samą pożyczką hybrydową związane jest większe ryzyko niż z przedsiębiorstwem będącym jej emitentem, dlatego agencje ratingowe klasyfikują tego typu wierzytelności 2 albo 3 stopnie poniżej oceny uzyskanej przez ich emitenta.

Należy również wskazać, że pożyczki hybrydowe stwarzają określone korzyści dla inwestorów. Pożyczki hybrydowe oferują przejrzyste zasady oprocentowania. W okresach występowania niskich stóp procentowych pozwalają na uzyskiwanie przez nich wyższych stóp zwrotu niż z klasycznych instrumentów dłużnych. Pożyczki hybrydowe są szczególnie atrakcyjne dla funduszy inwestycyjnych budujących długookresowe portfele inwestycyjne. Należy wziąć pod uwagę ich stosunkowo duże bezpieczeństwo związane z tym, że emitentami są duże przedsiębiorstwa o stabilnej pozycji rynkowej i łatwych do prognozowania przepływach pieniężnych.

5. Struktura i przebieg procesu emisji

Pożyczki hybrydowe, w wyniku dążenia do wyposażenia ich w wiele właściwości, są instrumentem na tyle skomplikowanym, że w proces ich emisji jest zaangażowanych wiele podmiotów wykonujących różne funkcje. Przedsiębiorstwo przygotowujące się do emisji tego instrumentu korzysta w związku z tym ze wsparcia różnych wyspecjalizowanych podmiotów. Typowy przebieg tego procesu został ukazany na rys. 2.

Kluczową kwestią z punktu widzenia emisji pożyczki hybrydowej jest ustalenie celów, jakie emitent chce dzięki niej osiągnąć, oraz hierarchii tych celów. Emitent może być przykładowo zainteresowany przede wszystkim korzyściami związanymi z zaliczeniem pożyczki przez agencję ratingową do kapitału własnego struktury kapitału bądź jej zaletami podatkowymi związanymi z zaliczeniem oprocentowania do kosztów uzyskania przychodu. W zależności od priorytetów ustalonych przez emitenta pożyczki nadaje się jej odpowiednią strukturę eksponującą pożądane właściwości. Jednocześnie jednak niezbędne jest spełnienie wymogów wynikających



Rys. 2. Przebieg typowego procesu emisji pożyczki hybrydowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Coenen, Silvanus 2011, s. 189].

z przepisów prawa bilansowego, podatkowego i innych regulacji oraz stawianych przez agencje ratingowe i pozostałych uczestników procesu emisji. Wymogi te są do pewnego stopnia elastyczne, co pozwala nadać każdej pożyczce indywidualne cechy dostosowane do potrzeb emitenta i oczekiwań inwestorów.

Przedsiębiorstwa dokonujące emisji angażują do ich przygotowania i przeprowadzenia podmioty posiadające odpowiednie doświadczenie w dokonywaniu tego typu operacji, czyli banki inwestycyjne. Ich zadaniem jest w pierwszej kolejności przygotowanie warunków emisji. Stanowią one podstawę do przeprowadzenia uzgodnień z odpowiednimi instytucjami. Banki obsługujące emisję występują do właściwych urzędów finansowych o wydanie obowiązujących interpretacji w zakresie możliwości odliczania odsetek wypłacanych emitentom od kosztów uzyskania przychodu dla celów podatkowych. W proces emisji angażowani są także rewidenci finansowi. Ich zadaniem jest określenie możliwości wykazania w bilansie przedsiębiorstwa pochodzących z emisji środków jako kapitału własnego. Jeżeli pożyczka ma otrzymać rating inwestycyjny, co jest zasadne ze względu na znaczne kwoty pożyczek i konieczność ich publicznego plasowania, to niezbędne jest zaangażowanie agencji ratingowej. Agencje określają możliwości zakwalifikowania pozyskanych w drodze emisji środków finansowych do kapitału własnego przedsiębiorstwa na potrzeby uzyskania ratingu. Wszystkie te uzgodnienia muszą być prowadzone w odpowiedniej sekwencji czasowej, gdyż wyniki rozmów z każdym z wymienionych podmiotów wpływają w określony sposób na strukturę całej transakcji. Ten etap przygotowania emisji pożyczki hybrydowej trwa od 6 do 8 tygodni.

Ze względu na bardzo długi okres zapadalności pożyczek hybrydowych specyficznym czynnikiem ryzyka jest metodyka ocen formułowanych przez agencje ra-

tingowe. Agencje, zwłaszcza w odniesieniu do nowych instrumentów finansowych, dokonują co pewien czas zmian kryteriów oceny, co może mieć odzwierciedlenie zwłaszcza w sposobie zakwalifikowania środków uzyskanych z pożyczki jako kapitału własnego. Emitenci pożyczek hybrydowych mogą zabezpieczyć się przed niekorzystną zmianą z tym związaną jedynie przez zarezerwowanie sobie prawa do wypowiedzenia warunków emisji.

Wprowadzenie pożyczki hybrydowej do obrotu giełdowego związane jest z wymogiem przygotowania prospektu emisyjnego i jego zatwierdzenia przez organ nadzoru nad rynkiem finansowym. Działania te, w celu zyskania na czasie, prowadzone są z reguły równoległe z uzgodnieniami dotyczącymi struktury pożyczki. Zamknięcie tej procedury otwiera drogę do pozyskania inwestorów. Plasowania pożyczki na rynku przez podmioty niefinansowe dokonuje się także przy zaangażowaniu banków posiadających odpowiednią sieć dilerską i występujących w roli gwaranta. Wykorzystuje się w tym celu również posiadane przez emitenta kontakty z inwestorami instytucjonalnymi. Banki przy emisji pożyczek hybrydowych posługują się techniką spotkań z inwestorami (*road show*) i budowaniem księgi popytu (*book building*). W ramach spotkań wyjazdowych inwestorzy zapoznawani są z przeznaczeniem pożyczki i jej warunkami. Spotkania te pozwalają poznać reakcje potencjalnych inwestorów na pożyczkę i sformułować propozycje ceny emisyjnej. Technika budowania księgi popytu pozwala gwarantom emisji na ustalenie popytu rynkowego i zmniejszenie ryzyka gwarantowania emisji dla inwestorów, którzy wycofują się z zamiaru nabycia pożyczki. Powodzenie publicznej emisji pożyczki hybrydowej, podobnie jak innych walorów wprowadzanych na rynek giełdowy, zależy oczywiście od wielu czynników związanych nie tylko z oferowanymi walorami, ale i z koniunkturą panującą aktualnie na rynku finansowym. Dlatego, ponieważ cały proces przygotowania i przeprowadzenia emisji pożyczki hybrydowej trwa około 10 tygodni, ważna jest koordynacja czasowa objętych nim działań, aby emisja mogła nastąpić w dogodnym momencie [Gerhold 2011].

6. Podsumowanie

Doświadczenia rozwiniętych rynków finansowych wskazują, że pożyczki hybrydowe są atrakcyjnym dla przedsiębiorstw alternatywnym sposobem pozyskiwania kapitału. Przesądzają o tym ich właściwości wynikające z odpowiedniego połączenia cech tradycyjnego kapitału własnego i kapitału obcego: brak wpływu na dotychczasową strukturę własnościową, bardzo długie terminy postawienia kapitału do dyspozycji przedsiębiorstwa, stabilność struktury finansowania wynikająca z podporządkowanego charakteru pożyczki oraz możliwość dokonania wcześniejszej regulacji zobowiązania.

Pożyczki hybrydowe są instrumentem pozyskiwania przez przedsiębiorstwa kapitału własnego szczególnie przydatnym w okresie kryzysu i spowolnienia gospodarczego. Podmioty gospodarcze zabiegają w okresie gorszej koniunktury o sta-

bilne źródła kapitału własnego posiadające przejrzyste oceny agencji ratingowych. Wzrost ryzyka finansowego i zmniejszenie zaufania do uczestników rynku towarzyszące kryzysowi mogą być do pewnego stopnia pokonywane przez specyficzne właściwości, w jakie wyposażone są pożyczki hybrydowe. Bankom i zakładom ubezpieczeń stwarzają one dodatkową możliwość wypełnienia wymogów kapitałowych. Przedsiębiorstwom poddawanych w okresie kryzysu szczególnie ostrej ocenie banków i agencji ratingowych pozwalają na poprawę struktury bilansu. W efekcie ułatwiają przedsiębiorstwom dostęp do dalszych źródeł finansowania obcego, zarówno bankowych, jak i pozabankowych. Doświadczenia rozwiniętych rynków finansowych wskazują, że przedsiębiorstwa w oparciu o pożyczki hybrydowe mogą uzyskać większe kwoty kapitału, na dłuższy okres i na lepszych warunkach, niż byłoby możliwe przy wykorzystaniu produktów bankowych.

Literatura

- Basle Committee on Banking Supervision, 1996, *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risk*, Bank of International Settlements, Basel, January, <https://www.bis.org/publ/bcbs24.pdf>.
- Coenen M., Silvanus J., 2011, *Hybridanleihen als Finanzierungsinstrument – ein Praxisbericht*, Corporate Finance Law, nr 4.
- Gerhold M., 2011, *Hybrides Kapital als Finanzierungsinstrument*. Corporate Finance Law, nr 4.
- HAMPL Ch., SARGES O., NIETHAMMER H., 2006, *Corporate Hybrid Debt: Ein neues Finanzierungsinstrument etabliert sich*, Die Bank, nr 4.
- Hommel U., Schaum F., 2011, *Entwarnung bei Standard-Mezzanine-Programmen*, Die Bank, nr 2.
- NOLLING P., JENDRUSCHWITZ B., 2006, *Hybrid-Anleihen: Dauerhafte Alternative in der Unternehmensfinanzierung?*, Finanz Betrieb, nr 7–8.
- Schlitt M., Brandt T.O., Schroder J., Gemmel H., Ernst C., 2011, *Aktuelle Entwicklung bei Hybridanleihen*, Corporate Finance Law, nr 3.

HYBRID LOANS AS AN ALTERNATIVE FORM OF CORPORATE FINANCE

Summary: Hybrid loans are the sign of financial markets development which consists in creating new instruments of corporate finance. Hybrid loans are the instrument combining definite proportion features of the traditional ownership capital and the acting capital. Some flexibility while shaping the conditions for hybrid borrowings issuance allows both issuers and investors to exercise a number of financial gains. The quite complex issuance process requires the involvement of a number of entities participating in the working out of instrument structure and its introduction onto the market. Currently they are used mostly by corporations to finance substantial investment programmes. The market of this type of instruments is much affected by the current situation and is indicating significant fluctuations.

Keywords: Corporate finance, hybrid capital, equity credit.