

# Rozdział I. Ekonomiczne aspekty finansowania działalności gospodarczej hybrydowymi papierami wartościowymi

## § 1. Uwagi wprowadzające

Szeroko rozumiane zamienne instrumenty finansowe są obecne na światowych rynkach finansowych od przeszło 150 lat<sup>1</sup>. W ostatnim czasie ich rozwój dodatkowo stymulowany był przez czynniki regulacyjne. W Europie zostały uchwalone CRD IV oraz CRR. Regulacje te są nakierowane m.in. na wzmocnienie bazy kapitałowej instytucji finansowych. Osiągnięciu tego celu służyć mogą m.in. tzw. obligacje przymusowo zamienne (*contingent convertible bonds*)<sup>2</sup>, które charakteryzują się obowiązkową oraz automatyczną zamianą na akcje emitenta, jeśli jego współczynniki finansowe spadną poniżej określonego poziomu<sup>3</sup>. Tendencja do wykorzystywania tego szczególnego rodzaju ob-

---

<sup>1</sup> Zob. *J.W. Markham*, *A financial history of the United States from Christopher Columbus to the Robber Barons (1492–1900)*, t. I, Nowy Jork–Londyn 2002, s. 257 i n. Zob. również *P.A. Schilling, D. Niedermayer*, *Convertible Bonds. Fundamentals, Asset Allocation, Solvency*, Credit Suisse 2014, s. 3 i n., <http://docplayer.net/amp/22326070-Convertible-bonds-fundamentals-asset-allocation-solvency.html>, dostęp: 20.3.2018 r.

<sup>2</sup> Zob. *S. Avdjiev, A. Kartasheva, B. Bogdanova*, *CoCos: a primer*, BIS Quarterly Review 2013, Nr 9, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2326334](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2326334), dostęp: 20.3.2018 r. Analiza tej konstrukcji wykracza jednak poza ramy niniejszego opracowania. Dalsza część rozważań poświęcona będzie instrumentom zamiennym, o których mowa w art. 448 § 2 KSH. Na marginesie warto zauważyć, że w polskim piśmiennictwie zaproponowano, by instytucję tę tłumaczyć jako „obligacje zamienne mandatowe”. Por. *J. Krzyżykowska*, w: *J. Krzyżykowska, A. Piskorz, B. Stępień, P. Szpytka*, *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, s. 82. Wydaje się jednak, że określenie „obligacje przymusowo zamienne” trafniej oddaje istotę tej konstrukcji, unikając równocześnie konotacji z pojęciem „mandatu”, charakterystycznego raczej dla zlecenia lub pełnomocnictwa.

<sup>3</sup> Por. *P. Jaworski, K. Liberadzki, M. Liberadzki*, *Regulatory and Economic Incentives for Issuing Contingent Convertibles*, 2015 r., s. 2 i n., [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2638279](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2638279), dostęp: 21.8.2016 r. W literaturze polskiej zob. *K. Liberadzki, M. Liberadzki*, *O ko-*

ligacji zamiennej jako elementu struktury kapitałowej instytucji finansowych zdążyła już zarysować się na dojrzałych rynkach finansowych<sup>4</sup> i wydaje się, że będzie kontynuowana.

Zamienne instrumenty finansowe to jednak nie tylko sposób na wzmocnienie bazy kapitałowej instytucji finansowych. Są one wykorzystywane przez szerokie grono emitentów działających w zróżnicowanych branżach. Pełnią one m.in. funkcję finansowania hybrydowego, inwestycyjną, spekulacyjną oraz motywacyjną<sup>5</sup>. Te liczne zastosowania powodują, że ich rola we współczesnej gospodarce jest nie do przecenienia. Dostrzegł to również polski ustawodawca, wprowadzając do krajowego systemu prawnego najpierw instytucję obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa<sup>6</sup>, a potem instytucję warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Stopniowe wprowadzanie tych zmian legislacyjnych podyktowane było, jak się wydaje, dostrzeżeniem faktu, że sprawne funkcjonowanie instrumentów zamiennych wymaga nie tylko ich normatywnego osadzenia w systemie prawnym, lecz również stworzenia infrastruktury prawnej gwarantującej wierzycielom z tytułu tych instrumentów sprawne wykonywanie ich praw<sup>7</sup>.

Emisja instrumentów zamiennych wymaga jednak podjęcia szeregu czynności prawnych i faktycznych, nakierowanych na powstanie oraz wygaśnięcie prawa w nich inkorporowanego oraz finalne wykreowanie praw udziałowych. Można zatem powiedzieć, że emisja tych instrumentów odbywa się w określonej procedurze. Już jednak pobieżna analiza poszczególnych jej etapów pozwala zauważyć, że przecięcie się problematyki prawa spółek oraz prawa zobowiązań, wzbogacanych często przez prawo rynku kapitałowego czy wybrane aspekty procedury cywilnej rodzi wiele wątpliwości oraz zagadnień problemowych. Uzasadnia to szczegółową analizę tej problematyki.

Prawne aspekty procedury warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego stanowią główną oś rozważań niniejszej pracy. Przed podjęciem tej problematyki warto jednak, choćby w ogólnym zarysie, przybliżyć uwarunkowa-

---

nieczności wprowadzenia w polskim prawie możliwości emitowania przez banki papierów wartościowych typu *contingent convertible*, *Bezpieczny Bank* 2016, Nr 1, s. 52 i n.

<sup>4</sup> Por. dane przytoczone przez S. Avdjiev, A. Kartasheva, B. Bogdanova, *CoCos*, s. 46 i n. oraz przez P. Jaworskiego, K. Liberadzkiego, M. Liberadzkiego, *Regulatory*, s. 4 i n.

<sup>5</sup> Szerzej M. Romanowski, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2016, s. 12 i n.

<sup>6</sup> Wraz z uchwaleniem *ObligU95*.

<sup>7</sup> Por. uzasadnienie do rządowego projektu ustawy – *Kodeks spółek handlowych*, *Druk sejmowy* Nr 1687, Sejm III kadencji, s. 50–51.

nia ekonomiczne, w jakich funkcjonują zamienne papiery wartościowe. Dotyczy to tak powodów, dla których spółki decydują się na ich emisję, jak również ich zalet oraz wad z perspektywy emitenta oraz inwestorów. Dalsza część niniejszego rozdziału będzie poświęcona właśnie tym zagadnieniom.

## § 2. Struktura kapitałowa spółki akcyjnej – wzmianka. Problematyka *mezzanine finance*

Typowymi formami finansowania przez spółki swojej działalnością są: 1) zatrzymane zyski; 2) rozwiązane rezerwy; 3) dług; 4) emisje nowych praw udziałowych oraz 5) finansowanie *mezzanine*<sup>8</sup>. Badania<sup>9</sup> pokazują przy tym, że podstawową formą finansowania działalności są środki „wewnętrzne” spółki, będące najczęściej zyskami zatrzymanymi. Kiedy zaś w grę wchodzi finansowanie „zewnętrzne”, to w przeważającej mierze jest to dług. Emisje nowych praw udziałowych odpowiadają za jedynie niewielką część środków pozyskiwanych przez spółki.

By na tle powyższego rozróżnienia umiejscowić instrumenty zamienne na akcje, konieczne jest jednak przybliżenie pojęcia *mezzanine finance*. Warto przy tym zaznaczyć, że pojawia się ono raczej na tle rozważań natury ekonomicznej, choć można znaleźć również i opracowania prawnicze dotyczące tej tematyki<sup>10</sup>. Samo pojęcie *mezzanine* pochodzi z języka francuskiego i tłumaczy się je najczęściej jako półpiętro lub przedsiónek<sup>11</sup>. Dość trafnie oddaje to charakterystykę tego źródła finansowania, zważywszy, że pojęciem *mezzanine* zwykło się zbiorczo określać zróżnicowane pod względem prawnym instrumenty, których jednak wspólną cechą jest to, iż są one prawnie lub strukturalnie podporządkowane wobec wierzytelności uprzywilejowanych (*senior debt*), a nadrzędne wobec finansowania kapitałem (*equity*)<sup>12</sup>. Czasem instrumenty

---

<sup>8</sup> P. Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law: Volume III: Funding, Exit, Takeovers*, s. 5.

<sup>9</sup> Por. *ibidem*, s. 7 wraz z cytowaną tam literaturą.

<sup>10</sup> Por. P. Zapadka, *Finansowanie typu mezzanine w działalności bankowej*, MPB 2012, Nr 6; T. Kawczyński, P. Ziółkowski, *Struktura transakcji finansowania lewarowanego (leveraged finance)*, MPB 2014, Nr 9.

<sup>11</sup> T. Kawczyński, P. Ziółkowski, *Struktura*, s. 103.

<sup>12</sup> *Ibidem*; A. Berman, *Risks and Realities of Mezzanine Loans*, *Missouri Law Review* 2007, Vol. 72 oraz NYLS Legal Studies Research Paper No. 07/08-32, <http://ssrn.com/abstract=1133146>, dostęp: 20.3.2018 r.

te są również wykorzystywane jako tzw. finansowanie pomostowe, mające na celu „załatwienie” luki kapitałowej danego podmiotu w okresach pomiędzy otrzymaniem środków z głównych źródeł finansowania (np. pomiędzy kolejnymi transzami kredytu lub rundami finansowania kapitałem udziałowym)<sup>13</sup>. Przyjmuje się przy tym, że mówiąc o instrumentach *mezzanine finance*, należy przez to w ogólności rozumieć obligacje z ratingiem poniżej wartości inwestycyjnej (tzw. *junk bonds*), obligacje niezabezpieczone, obligacje zerokuponowe, obligacje z odroczonym terminem płatności odsetek (*deferred interest debentures*), wierzytelności podporządkowane oraz instrumenty udziałowe, takie jak obligacje zamienne, obligacje z prawem pierwszeństwa, warranty subskrypcyjne czy akcje uprzywilejowane<sup>14</sup>. Warto zaznaczyć, że w przeważającej mierze są to instrumenty niezabezpieczone, a jeśli już jakieś zabezpieczenie występuje, to instrumenty te i tak są podporządkowane wierzytelnościom uprzywilejowanym<sup>15</sup>. Ulokowanie finansowania mezzaninowego pomiędzy wierzytelnościami uprzywilejowanymi a kapitałem własnym spółki odbywa się zasadniczo na dwa sposoby. Po pierwsze, możliwe jest określenie relacji pomiędzy wierzycielami na drodze umownej<sup>16</sup>. Po drugie, co charakterystyczne zwłaszcza dla projektów nieruchomościowych, możliwe jest tzw. strukturalne podporządkowanie wierzytelności. Odbywa się to przez wykorzystanie tzw. spółki celowej (*special purpose vehicle*), zakładanej przez spółkę poszukującą finansowania<sup>17</sup>. Jedynym przedmiotem działalności spółki celowej jest realizacja projektu, a aktywa do tego wykorzystywane są równocześnie jedynym majątkiem spółki celowej. Wierzytelność uprzywilejowana jest zabezpieczana na majątku dłużnika (najczęściej nieruchomości, aktywach produkcyjnych itp.). Wierzytelność mezzaninowa jest natomiast zabezpieczana jedynie na prawach udziałowych w spółce, której aktywa stanowią zabezpieczenie dla wierzycieli uprzywilejowanych. Tym sposobem, w razie upadłości lub likwidacji spółki celowej pierwszorzędnym przedmiotem zaspokojenia wierzy-

---

<sup>13</sup> P. Zapadka, *Finansowanie*, s. 50.

<sup>14</sup> A. Berman, *Risks*, s. 998; T. Kawczyński, P. Ziółkowski, *Struktura*, s. 103; P. Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance*, s. 283–284.

<sup>15</sup> P. Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance*, s. 283.

<sup>16</sup> T. Kawczyński, P. Ziółkowski, *Struktura*, s. 102. Szerzej R.R. Zdzieborski, *Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane*, cz. I, MoP 2003, Nr 12; *tenże*, *Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane*, cz. II, MoP 2003, Nr 13.

<sup>17</sup> Co do ekonomicznego uzasadnienia realizacji projektów za pośrednictwem spółek specjalnego przeznaczenia zob. P.H. Huang, M.S. Knoll, *Corporate finance corporate law and finance theory*, *Southern California Law Review* 2000, Vol. 74, s. 183 wraz z podaną tam literaturą.

cieli uprzywilejowanych będą aktywa, na których posiadali oni zabezpieczenia. Wierzyciele mezzaninowi są natomiast podporządkowani w ten sposób, że ich zabezpieczeniem są udziały w spółce celowej, co w pewnym uproszeniu oznacza, że przysługuje im jedynie roszczenie do majątku, jaki pozostanie po zaspokojeniu się przez wierzycieli uprzywilejowanych<sup>18</sup>.

Powyższe nie wyjaśnia jednak, czemu spółki decydują się na skorzystanie z instrumentów zamiennych w ramach finansowania mezzaninowego. Kwestia ta jest elementem szerszej dyskusji toczącej w ramach nauk ekonomicznych, dotyczącej struktury kapitałowej przedsiębiorstw. Jej początek datuje się na publikację w 1958 r. przez *F. Modiglianiego* oraz *M. Millera* pracy zatytułowanej „The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”<sup>19</sup>. Praca ta dała podstawę tzw. twierdzeniu *Modiglianiego-Millera*, które uznawane jest za fundament współczesnych finansów przedsiębiorstw<sup>20</sup>. Twierdzenie to głosi, że biorąc pod uwagę pewne wyidealizowane założenia, koszt kapitału dla przedsiębiorstwa oraz wartość przedsiębiorstwa są niezależne od struktury jego kapitału. Lapidarnie zatem rzecz ujmując, „struktura kapitału nie ma znaczenia”. Wskazuje się jednak, że to nie twierdzenie samo w sobie dało podstawę do dalszych dociekań nad strukturą finansów przedsiębiorstw, lecz jego założenia. Odwracając je bowiem i twierdząc, że struktura kapitału przedsiębiorstwa ma wpływ na jego wycenę, można dojść do wniosku, że czynniki, które będą miały na nią wpływ, są właśnie owymi założeniami, na których twierdzenie *Modiglianiego-Millera* się opiera<sup>21</sup>. Odwrócenie założeń twierdzenia *Modiglianiego-Millera* umożliwi zatem sformułowanie licznych teorii determinujących strukturę kapitałową przedsiębiorstwa. Wiele z nich odnosi się również do instrumentów zamiennych na akcje<sup>22</sup>. Interesujące są w szczególności badania empiryczne mające za zadanie zwery-

---

<sup>18</sup> Por. *A. Berman*, Risks, s. 998–999 wraz z cytowaną tam literaturą.

<sup>19</sup> *F. Modigliani, M.H. Miller*, The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 1958, Nr 48, <http://www.jstor.org/stable/1809766>, dostęp: 20.3.2018 r.

<sup>20</sup> *P.H. Huang, M.S. Knoll*, Corporate, s. 177–178 wraz z podaną tam literaturą.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 179 wraz z podaną tam literaturą; *S. Frydenberg*, Theory of Capital Structure – a Review (January 26, 2011). FRIHET OG MANGFOLD, FESTSSKRIFT TIL ODD, G. Arntzen. L. Fallan & O. Gustafsson, eds., Trondheim: Tapir/TØH, Tapir Academic Press, NO-7005 Trondheim, Norwegia, <http://ssrn.com/abstract=556631>, dostęp: 20.3.2018 r.

<sup>22</sup> *J. Liu, L.N. Switzer*, Convertible Bond Issuance, Risk, and Firm Financial Policy: A New Approach, *International Journal of Business* 2013, Vol. 18, Nr 1, s. 5 wraz z cytowaną tam literaturą; *M. Dong, M. Dutordoir, Ch. Veld*, Why Do Firms Issue Convertible Bonds? Evidence from the Field, (8.5.2013), <http://ssrn.com/abstract=1908476>, dostęp: 20.3.2018 r.

fikować, czy tezy formułowane w ramach diskutowanych teorii znajdują odzwierciedlenie w praktyce<sup>23</sup>. Okazuje się, że największe poparcie wyrażono dla teorii upatrującej uzasadnienia emisji instrumentów zamiennych jako metody obniżania kuponu odsetkowego (tzw. *risk uncertainty rationale*). Według jej założeń instrumenty te nie są tak skorelowane z ryzykiem działalności danego przedsiębiorstwa jak prosty dług<sup>24</sup>. W normalnych warunkach czym ryzykowniejsza działalność spółki, tym wyższego kuponu odsetkowego oczekują kredytodawcy. W przypadku instrumentów zamiennych tak jednak nie jest. Wartość kuponu odsetkowego obniżana jest przez dodawany do instrumentu dłużnego element kapitałowy (tzw. *equity kicker*), przez co ten ostatni nazywany jest czasem słodzikiem (*sweetener*)<sup>25</sup>. Instrumenty zamienne pozwalają zatem uzyskać finansowanie podmiotom, które w przeciwnym razie mogłyby uzyskać „proste” finansowanie dłużne jedynie na mało satysfakcjonujących dla nich warunkach. Możliwość obniżenia kuponu odsetkowego wydaje się zatem najbardziej prozaicznym, lecz również i najczęstszym powodem, dla którego spółki sięgają po instrumenty zamienne. Warto jednak podkreślić, że nie jest to powód jedynie. Z praktycznego punktu widzenia hybrydowość tych instrumentów sprawia, że są one emitowane w ramach wielu struktur finansowania, trafiając do portfolio inwestycyjnego różnych grup inwestorów. Warto pokrótce omówić powody takiego stanu rzeczy.

Instrumenty zamienne mają dla spółek wiele zalet<sup>26</sup>. Po pierwsze, o czym była już mowa, ich emisja wiąże się z obniżonym kuponem odsetkowym w porównaniu do zwykłych instrumentów dłużnych. Przyjmuje się bowiem, że obniżone oprocentowanie pożyczonych środków rekompensowane jest opcją na akcje, jaka wbudowana jest w emitowany instrument. Innymi słowy, różnica pomiędzy obniżonym oprocentowaniem instrumentu zamiennego w stosunku do standardowego oprocentowania długu dla danego emitenta jest ceną płaconą za opcje na akcje. Po drugie, z ekonomicznego punktu widzenia emitent „z góry” otrzymuje zapłatę za jeszcze niewyemitowane prawa udziałowe<sup>27</sup>,

---

<sup>23</sup> M. Dong, M. Dutordoir, Ch. Veld, Why, s. 1 i n.

<sup>24</sup> M.J. Brennan, E.S. Schwartz, The case for convertibles, Journal of Applied Corporate Finance 1988, Nr 3, s. 58.

<sup>25</sup> Tak np. W.A. Klein, The Convertible Bond A Peculiar Package, University of Pennsylvania Law Review 1975, Vol. 123, Nr 3, s. 558.

<sup>26</sup> Dalsza część wywodu bazuje na zestawieniu zaprezentowanym w J. Taylor, R.M. Flanigan, Convertible Bonds. An issuer's Guide (European Edition), Mayer Brown 2013, s. 2–3, <https://www.mayerbrown.com/Convertible-Bonds-An-Issuers-Guide-10-17-2013/>, dostęp: 20.3.2018 r.

<sup>27</sup> Dotyczy to obligacji zamiennych.

których cena wyznaczana jest często powyżej ceny rynkowej. Jeśli zatem zarząd spółki uważa bieżącą cenę rynkową jej akcji za zbyt niską, emisja instrumentów zamiennych jest alternatywą dla emisji akcji zwykłych. Z tym stwierdzeniem łączy się punkt trzeci. W piśmiennictwie ekonomicznym przyjmuje się bowiem, że instrumenty zamienne – jako źródło finansowania – mogą stanowić funkcjonalny ekwiwalent wkładów wnoszonych przez udziałowców spółki<sup>28</sup>. Ich zaletą jest jednak to, że w chwili ich emisji nie powodują rozwodnienia dotychczasowych udziałowców, co często może być dla spółki lub jej akcjonariuszy dużą wartością. Po czwarte, jeśli ocena zarządu co do niedowartościowania akcji spółki okaże się zasadna i kurs akcji wzrośnie, obligacje zamienne zostaną prawdopodobnie konwertowane, przez co pożyczone środki nigdy nie będą musiały być zwrócone. Po piąte wreszcie, zwraca się uwagę na szerokie grono inwestorów mogących być zainteresowanymi nabyciem instrumentów zamiennych, jako że do ich grona należeć będą nie tylko fundusze papierów dłużnych, lecz również inne podmioty, stosujące bardziej złożone strategie inwestycyjne.

Emisja instrumentów zamiennych wiąże się z pewnymi niedogodnościami. Po pierwsze, choć ich emisja nie rozwadnia dotychczasowych udziałowców w chwili jej przeprowadzania, to jednak takie rozwodnienie może pojawić się na etapie późniejszym. Mimo że spółka może przedsięwziąć szereg środków nakierowanych na wyeliminowanie lub złagodzenie skutków tego rozwodnienia<sup>29</sup>, to bez wątpienia jest to okoliczność, z którą należy się liczyć. Podkreśla się, że częstokroć problem ten sprowadzać się będzie w swojej istocie do relacji z dotychczasowymi akcjonariuszami. Nie należy bowiem tracić z pola widzenia faktu, że w wielu krajach na straży dotychczasowego stanu posiadania akcjonariuszy stoi prawo pierwszeństwa (w prawie polskim nazwane prawem poboru). Jego wyłączenie w drodze stosownej uchwały wiąże się częstokroć z koniecznością sprostania rygorystycznym wymogom dotyczącym np. kwalifikowanej większości głosów lub innym wymaganiom formalnym. Decyzja co do emisji instrumentów zamiennych musi uwzględniać tę okoliczność. Po drugie, pewnym problemem może być rozminięcie się oczekiwań zarządu co do zachowania kursu akcji z rzeczywistością, jeśli przyczyną emisji obligacji zamiennych była niechęć do kreowania praw udziałowych po zaniżonej cenie. Jeśli kurs tych ostatnich nie będzie na tyle atrakcyjny, by wierzyciele zdecy-

---

<sup>28</sup> P. Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance*, s. 287; J. Taylor, R.M. Flanigan, *Convertible*, s. 2.

<sup>29</sup> J. Taylor, R.M. Flanigan, *Convertible*, s. 19–20.

dowali konwertować się na akcje, to spółka zobowiązana będzie zwrócić pożyczone środki. Może to spowodować presję płynnościową po stronie spółki, zmuszając ją w efekcie do zaciągnięcia kolejnych pożyczek. Po trzecie wreszcie, zwraca się uwagę na potencjalny, negatywny wpływ emisji instrumentów zamiennych na bieżącą, rynkową cenę akcji. Chodzi tu w szczególności o inwestorów sprzedających akcje danego emitenta „na krótko” tylko po to, by następnie wykonać prawo zamiany. Jeśli cena zamiany została ustalona jako zmienna, podążająca za rynkową ceną akcji, to oczywisty jest wniosek, że czym jest ona niższa, tym więcej akcji w końcowym rozrachunku otrzymają posiadacze obligacji zamiennych<sup>30</sup>.

Instrumenty zamienne na akcje posiadają również szereg zalet dla inwestorów. Po pierwsze, cechują się one tą właściwością, że bez względu na kierunek, w którym poruszać się będzie cena powiązanych z nimi akcji, zawsze zapewniają one pewną minimalną (stałą lub zmienną w zależności od przyjętego oprocentowania) stopę zwrotu. Co więcej, jeśli ich posiadacz nie zdecydował się na konwersję, to zawsze przysługiwać mu będzie roszczenie o wykup. Warto jednak podkreślić, że specyfiką tych instrumentów jest niższy niż w przypadku „prostych” (*vanilla*) obligacji kupon odsetkowy. Z tego względu, jeśli cena akcji emitenta nie wzrośnie o wartość większą niż kupon odsetkowy płacony przez tego emitenta, to stopa zwrotu z obligacji zamiennych zawsze będzie niższa niż stopa zwrotu z „prostych” obligacji. Jeśli jednak cena akcji wzrośnie ponad cenę zamiany, to wierzyciele z tytułu tych instrumentów partycypują w tym wzroście na równi z dotychczasowymi akcjonariuszami. W każdej bowiem chwili, jeśli z warunków emisji nie wynika nic innego, mogą oni przekształcić relację łączącą ich ze spółką z kontraktowej na korporacyjną. Po drugie, mezzaninowy charakter tych instrumentów lokuje ich posiadaczy w określonej sytuacji prawnej w przypadku upadłości emitenta. Cieszą się oni bowiem takim samym pierwszeństwem zaspokojenia co inni wierzyciele niezabezpieczeni, a wyższym niż akcjonariusze.

---

<sup>30</sup> Z tego względu tego typu instrumenty nazywa się czasem *death spiral convertibles*, gdyż ich emisja inicjuje „spirale śmierci”, w której czym niższa cena rynkowa akcji, tym więcej akcji spółka musi wyemitować. Zob. P. Hillion, T. Vermaelen, *Death Spiral Convertibles* (May 2001). AFA 2002 Atlanta Meetings, <http://ssrn.com/abstract=273488>, dostęp: 20.3.2018 r.



# Rozdział II. Hybrydowe papiery wartościowe w perspektywie historycznej i prawnoporównawczej

## § 1. Rys historyczny

Impulsem dla rozwoju obligacji zamiennych stał się postępujący proces budowy sieci kolejowej w Ameryce Północnej, który w drugiej połowie XIX w. zaczął gwałtownie nabierać tempa. Jednym z głównych źródeł finansowania tej ekspansji były dłużne papiery wartościowe, obejmowane zarówno przez miejscowych, jak i europejskich inwestorów. Co charakterystyczne, inwestorzy europejscy, znajdujący się tysiące kilometrów od miejsca finansowanej przez nich inwestycji, preferowali bezpieczniejsze aktywa, przynoszące stałą stopę zwrotu<sup>1</sup>. Z czasem jednak zaczęto dostrzegać rosnący potencjał spółek kolejowych, co zaczęło przekładać się na poszukiwania instrumentów gwarantujących zarówno pewien stały zysk, jak i pozwalających czerpać korzyści ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa emitenta.

Samo powstanie obligacji zamiennych tradycyjnie wiązane jest z amerykańskim rynkiem papierów wartościowych, w szczególności ze spółką *Erie Railroads*. Z nią też kojarzona jest postać inwestora *D. Drew*, który przez pewien okres był jej skarbnikiem. Emitowała ona m.in. obligacje zamienne, które – z braku stosownych regulacji ograniczających takie działania – mogły być następnie swobodnie nabywane lub zbywane przez osoby, które dziś nazwalibyśmy *insiderami*. Do takich osób należał m.in. sam *D. Drew*, którego legendarne spekulacje z 1857 r. warto pokrótce opisać. Znana jest m.in. historia, kiedy inwestor ten sprzedał na krótko pokaźne ilości akcji spółki *Erie Railroads*. Przeciwno niemu zagrał ówczesny potentat przemysłowy, *C. Vanderbilt*. *C. Vanderbilt* liczył, że *D. Drew* nie będzie w stanie wywiązać się ze swojego zobowią-

---

<sup>1</sup> *J.W. Markham*, *A financial*, s. 166; *J.B. Baskin*, *P.J. Miranti Jr.*, *A history of corporate finance*, Cambridge, 1997, s. 147–148.

zania do odkupu sprzedanych na krótko akcji. Nie wiedział jednak, że *D. Drew* był w posiadaniu obligacji zamiennych na akcje *Erie Railroads*, dzięki czemu mógł on zwrócić pożyczone uprzednio akcje, wykonując prawo zamiany<sup>2</sup>. Co interesujące, *Erie Railroads* emitowała w tamtym czasie również odmianę obligacji zamiennych pozwalającą na zamianę pomiędzy obligacjami i akcjami w każdym momencie w obie strony, według wyboru posiadacza. Konstrukcja ta opisywana jest jako „unikalna w historii *Wall Street*”, gdyż dawała *D. Drew* do dyspozycji idealny instrument spekulacji<sup>3</sup>. Obligacje te odegrały zresztą nie-małą rolę w wojnie o kontrolę nad *Erie Railroads*, jaka rozegrała się pomiędzy tzw. gangiem *Erie*, którego członkiem był *D. Drew* a *C. Vanderbiltem*, przegranej przez tego ostatniego<sup>4</sup>.

Druga połowa XIX w. to również okres, kiedy w Stanach Zjednoczonych zaczęło pojawiać się pierwsze orzecznictwo dotyczące zamiennych papierów wartościowych<sup>5</sup>. I choć komentatorzy z lat 20. XX w. wskazywali, że obligacje zamienne były w tamtych czasach instrumentami relatywnie słabo rozpoznawanymi, to dzięki zasługom kształtującego się wówczas orzecznictwa zostało przesądzonych wiele z ich podstawowych cech konstrukcyjnych. Chodziło tu przede wszystkim o takie elementy, jak zobowiązanie emitenta do dostarczenia akcji po przedłożeniu dokumentu obligacji, konstrukcja umowy przyznającej prawo konwersji, jeśli ta została oddzielona od obligacji, czy kwestia terminu, w którym zamiana była możliwa<sup>6</sup>.

Znamienny jest przy tym fakt, że już od samego początku dopuszczalność emisji obligacji zamiennych na rynku amerykańskim nie budziła większych wątpliwości prawnych. Pierwsze orzeczenia zapadłe na tle tej instytucji raczej potwierdzały konstrukcje stosowane w praktyce obrotu, niż je definiowały<sup>7</sup>. W dużej mierze przyczyniła się do tego elastyczna infrastruktura

---

<sup>2</sup> *J.W. Markham*, *A financial*, s. 257.

<sup>3</sup> *Ibidem*.

<sup>4</sup> *Ibidem*, s. 257–260.

<sup>5</sup> Według komentarza *A.A. Berle Jr.*, problematyka warrantów na akcje dołączonych do obligacji pojawiła się po raz pierwszy w 1861 r., w orzeczeniu *Van Allen v. Illinois Central R. R.*, 7 Bosw. 515 (N. Y. Super. Ct. 1861). Por. *A.A. Berle Jr.*, *Convertible Bonds and Stock Purchase Warrants*, *The Yale Law Journal* 1927, Vol. 36, No. 5, s. 649. W innym miejscu autor wskazuje jednak, że mimo upływu ponad pół wieku od pojawienia się pierwszego orzecznictwa, to do momentu publikacji artykułu *A.A. Berle'a Jr.* „praktyka emisji obligacji zamiennych oraz warrantów subskrypcyjnych była wciąż w fazie dzieciństwa”, *tenże*, *Convertible*, s. 666.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 649–651.

<sup>7</sup> Por. orz. *Hotchkiss v. Nat'l Banks*, 21 Wall. 354, at 355 (U. S. 1874) cytowane przez *A.A. Berle Jr.*, w którym sąd stwierdził, że dodatkowa umowa przyznająca prawo zamiany „[n]adaje

prawna, na podstawie której obligacje te mogły być emitowane. Judykatura i piśmiennictwo prawnicze wychodziły bowiem ze słusznego założenia, że obligacja zamienna jest – w pewnym uproszczeniu – umową o dostarczenie akcji. Przyjmowano zatem, że elementem zobowiązania spółki jest posiadanie tych akcji z chwilą wykonania przez uprawnionego prawa zamiany. Kwestią drugorzędną było natomiast, czy w celu spełnienia świadczenia spółka wyemituje nowe akcje czy też skupi z rynku już istniejące<sup>8</sup>. Zobowiązanie z tytułu obligacji zamiennej mogło być zatem spełnione przez wydanie akcji własnych (*treasury shares*) lub przeprowadzenie emisji nowych. W tym ostatnim przypadku posługiwano się tzw. kapitałem autoryzowanym, czyli pewną maksymalną liczbą akcji podaną w statucie spółki, których emisja była dopuszczalna bez konieczności uzyskiwania dodatkowego upoważnienia ze strony akcjonariuszy<sup>9</sup>. Podkreślano, że to rolą spółki jest wywiązać się z zawartej umowy, bądź przez uprzednie zadbanie o określenie pułapu kapitału autoryzowanego na odpowiednio wysokim poziomie, bądź przez przeprowadzenie skupu. Nie było rolą sądu przymuszanie akcjonariuszy do głosowania za emisją akcji. Wyarczającej ochrony upatrywano w odpowiedzialności odszkodowawczej.

Powyższe nie zmienia jednak faktu, że ze względu na asymetrię informacyjną zachodzącą pomiędzy emitentami a inwestorami, XIX w. upłynął raczej pod znakiem finansowania spółek prostym długiem, częstokroć zabezpieczonym na aktywach emitenta<sup>10</sup>. Zmiana tej tendencji przypadła na początek XX w., kiedy to strukturę kapitałową spółek częściej zaczęły wzbogacać takie instrumenty jak obligacje zamienne czy obligacje z prawem pierwszeństwa. Coraz częściej bowiem opcja na akcje inkorporowana w tych instrumentach

---

przywilej posiadaczowi obligacji, by za jej okazaniem i okazaniem dołączonego do niej certyfikatu, otrzymano akcje”, *tenże*, *Convertible*, s. 649.

<sup>8</sup> Znamienne jest tu stwierdzenie *A.A. Berle Jr.*, że „[d]opóki nie nadejdzie dzień rozliczenia, spółka może się uważać za wolną, w tym dniu musi natomiast dostarczyć akcje, jeśli zaś ich nie ma, odpowiada odszkodowawczo”. Por. *A.A. Berle Jr.*, *Convertible*, s. 664.

<sup>9</sup> Obok zgody na emisję akcji często również wymagana była zgoda akcjonariuszy na emisję samych instrumentów zamiennych. Już w latach 20. XX w. *A.A. Berle Jr.* wyraźnie podkreślał, że nie można przyjąć, iż zgoda na emisję instrumentów zamiennych jest równocześnie zgodą na emisję samych akcji, gdyż są to dwie, niezależne i odmienne od siebie kwestie. W przeszłości zdarzały się bowiem nadużycia, jak choćby miało to miejsce w przypadku wspomianej spółki *Erie Railroads*, gdzie upoważnienie do emisji akcji zostało uznane równocześnie za upoważnienie do emisji instrumentów zamiennych, co ograniczało kontrolę akcjonariuszy nad emisją instrumentów mogących prowadzić do osłabienia ich pozycji ekonomicznej i prawnej w spółce. Por. *A.A. Berle Jr.*, *Convertible*, s. 665–666. Por. również *L.D. Solomon, D.E. Schwartz, J.D. Bauman, E.J. Weiss*, *Corporations. Law and policy. Materials and problems*, St. Paul 1994, s. 239–241.

<sup>10</sup> *J.B. Baskin, P.J. Miranti Jr.*, *A history*, s. 154.

postrzegana była jako zamiennik dla tradycyjnych zabezpieczeń na aktywach. Jak podają *J.B. Baskin* oraz *P.J. Miranti Jr.*, w latach 1901–1914 większość amerykańskich obligacji korporacyjnych było wzbogaconych o cechę zamienności na akcje<sup>11</sup>.

Z czasem obligacje zamienne przywędrowały do Europy. Warto tu w szczególności zwrócić uwagę na niemiecki porządek prawny, w którym bezpośrednio uregulowanie obligacji zamiennych nastąpiło w latach 30. XX w. Jak wskazuje *H. Merkt*, bezpośrednią przyczyną tego stanu rzeczy były nadużycia, które w latach 20. XX w. miały miejsce na rynku dłużnych papierów wartościowych<sup>12</sup>. Ustawodawca niemiecki stanął wtedy przed koniecznością uregulowania procedury wykonywania prawa zagwarantowanego w obligacjach zmiennych przy uwzględnieniu jednak dorobku germańskiej kultury prawnej<sup>13</sup>. Efektem tego był § 194 i n. projektu prawa akcyjnego z 1930 r. Finalnie jednak instytucja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego znalazła się w prawie akcyjnym z 1937 r. pod postacią § 159–168, skąd następnie została przeniesiona do § 192–201 AktG<sup>14</sup>.

W Polsce pierwsza regulacja prawna odnosząca się do obligacji zamiennych pojawiła się dopiero w ObligU95. Ustawa o obligacjach z 27.9.1988 r.<sup>15</sup> nie zawierała bowiem na ich temat żadnej wzmianki. Przyjęte rozwiązanie legislacyjne nie było jednak wolne od wątpliwości. W dużej mierze spowodowane było to tym, że KH zawierał tylko jeden tryb podwyższenia kapitału akcyjnego, który nie był dostosowany do procesu wykonywania prawa zamiany z obligacji zamiennej. W szczególności nie było jasne, czy konieczne jest przeprowadzenie „podwyższenia rozłożonego w czasie”, tj. podjęcie pierwotnej uchwały o podwyższeniu kapitału akcyjnego, po której następować by miały „częstkowe” uchwały o podwyższeniu, opiewające na liczbę akcji wydanych w związku z zamianą obligacji, czy też wystarczające było powzięcie jednej uchwały o podwyższeniu, po której zarząd kolejno zgłaszałby do sądu rejestrowego akcje wydawane uprawnionym. Pomimo licznych wysiłków ówczesnej

---

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 155.

<sup>12</sup> *H. Merkt*, w: *K. Schmidt, M. Lutter* (red.), *Aktiengesetz. Kommentar*, t. 2, Kolonia 2010, s. 2551.

<sup>13</sup> Por. również *M. Romanowski*, *Warunkowe*, s. 7–8.

<sup>14</sup> Za *H. Merkt*, w: *K. Schmidt, M. Lutter* (red.), *Aktiengesetz*, s. 2551 oraz *R. Veil*, w: *K. Schmidt, M. Lutter* (red.), *Aktiengesetz*, s. 2430.

<sup>15</sup> Ustawa o obligacjach z 27.9.1988 r. (Dz.U. Nr 34, poz. 254).

doktryny nakierowanych na rozwianie tych wątpliwości<sup>16</sup> problem okazał się na tyle poważny, że twórcy KSH zdecydowali się na wprowadzenie do polskiego porządku prawnego nowej instytucji – warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego – jako infrastruktury prawnej przeznaczonej wykonywaniu szeroko rozumianego prawa do objęcia akcji.

## § 2. Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego w światowych porządkach prawnych. Regulacja niemiecka jako rozwiązanie modelowe

### I. Uwagi wprowadzające

Przed przejściem do szczegółowej charakterystyki warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w polskim porządku prawnym konieczne jest poczynienie paru uwag porównawczych. Komentarza wymaga bowiem to, w jaki sposób w innych krajach jest zapewniana infrastruktura prawna konieczna dla emisji instrumentów inkorporujących prawo nabycia akcji. Warto przy tym zaznaczyć, że jest to zadanie o tyle złożone, iż większość ustawodawstw poddanych analizie nie zawiera bezpośredniego odpowiednika instytucji będącej przedmiotem niniejszego opracowania. W związku z tym konieczne staje się poszukiwanie jej funkcjonalnego ekwiwalentu. Na potrzeby niniejszego rozdziału analizie zostały poddane porządki prawne takich krajów, jak: Niemcy, Austria, Szwajcaria, Francja, Holandia, Dania, Hiszpania, Luksemburg, Czechy, Turcja oraz Wielka Brytania i Stany Zjednoczone. Taki dobór był podyktowany kilkoma względami. Po pierwsze, naturalne jest sięgnięcie do niemieckiego porządku prawnego, jako że polski model warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego jest wprost wzorowany na tamtejszych rozwiązaniach<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Por. *M. Romanowski*, Uchwała o emisji obligacji zamiennych, PPH 1997, Nr 3; *M. Grzybek*, Emisja obligacji zamiennych przez spółkę akcyjną, PUG 1997, Nr 2; *A.B. Mirecki*, Uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy o emisji obligacji zamiennych na akcje, Pr.Sp. 1998, Nr 6; *tenże*, Tryb podwyższenia kapitału akcyjnego w drodze emisji obligacji zamiennych na akcje, Pr.Sp. 1998, Nr 12; *L. Sobolewski*, Obligacje zamienne – nowy instrument na rynku kapitałowym, PPH 1997, Nr 2; *M. Grzybczyk*, Wyłączenie prawa poboru akcji w związku z emisją obligacji zamiennych, MoP 1998, Nr 2.

<sup>17</sup> Bliższa analiza porównawcza rozwiązań niemieckich zostanie poczyniona przy okazji rozważań szczegółowych w dalszej części pracy. O rozwiązaniu niemieckim w ogólności por. *M. Romanowski*, Warunkowe, s. 7 i n.

Argument ten uzasadnia również analizę porządków wywodzących się z kręgu tej samej kultury prawnej, tj. Austrii i Szwajcarii oraz Turcji. Dobór ostatniego z wymienionych krajów, choć na pierwszy rzut oka może wydawać się zaskoczeniem, staje się jasny, jeśli weźmie się pod uwagę fakt, że Turcja stosunkowo niedawno wprowadziła konstrukcję warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego do swojego porządku prawnego<sup>18</sup>. Podobnie jak w przypadku Polski, przyjęte tam rozwiązanie jest silnie wzorowane na modelu germańskim<sup>19</sup>. Dobór pozostałych europejskich porządków prawnych uzasadniony jest natomiast dbałością o reprezentatywną bazę prawnoporównawczą. Kluczowe jest tu również zasygnalizowanie roli Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych, jako że to z tego ostatniego państwa wywodzą się instrumenty, których funkcjonowanie w obrocie prawnym stało się bezpośrednią przyczyną wprowadzenia instytucji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego.

W tym miejscu należy jednak poczynić pewne zastrzeżenie. Przeprowadzone badania pokazują bowiem, że nie wydaje się zasadny szczegółowy opis poszczególnych porządków prawnych. Zamiast tego bardziej przydatna wydaje się być prezentacja omawianych jurysdykcji na większym poziomie ogólności, polegającym na wyodrębnieniu rozwiązań modelowych oraz przypisaniu do nich poszczególnych państw<sup>20</sup>. Można wyróżnić dwa takie modele. Pierwszy z nich, z braku lepszego ekwiwalentu terminologicznego, może być zwany modelem podwyższenia uniwersalnego. Drugi będzie natomiast nazywany modelem podwyższenia specjalistycznego. Terminologia ta została przyjęta ze względu na to, czy w danym porządku prawnym wprost wyróżniana jest instytucja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego czy też jej cele są osiągane przy pomocy innych, najczęściej bardziej ogólnych konstruk-

---

<sup>18</sup> Nowy turecki kodeks handlowych wszedł w życie 1.7.2012 r. Podaję za S. *İçtem*, Conditional capital increase system as a new corporate financing structure, Legal Journal of Bank and Finance Law 2012, Vol. 1, Nr 2, s. 2, <http://ictemlegal.com/2017/08/30/a-new-era-in-corporate-financing-2/>, dostęp: 20.3.2018 r.

<sup>19</sup> W przypadku Turcji wyraźnie widać inspirację rozwiązaniem szwajcarskim. Por. uwagi oraz literaturę powołaną przez S. *İçtem*, Conditional, s. 4–5.

<sup>20</sup> M. *Romanowski* proponuje natomiast inne podejście metodologiczne, polegające na podziale porządków prawnych na te, w których ochrona dotychczasowych akcjonariuszy przed rozwodnieniem z tytułu emisji instrumentów dających prawo do objęcia akcji regulowana jest w prawie korporacyjnym (prawie spółek oraz statutach spółek) oraz te, w których ochrona ta jest domeną prawa umów, *tenże*, w: S. *Soltysiński* (red.), System Prawa Prywatnego, t. 17B, Prawo spółek kapitałowych, Warszawa 2016, s. 898–899. Podobne podejście metodologiczne zostało zastosowane w niniejszej pracy przy okazji charakterystyki polskiego modelu ochrony uprawnionych z tytułu prawa do objęcia akcji.

cji. Kryterium to wymaga słowa wyjaśnienia. Otóż jedną z różnic, jaka wyraźnie daje się zaobserwować pomiędzy prawem spółek krajów anglosaskich a prawem krajów Europy kontynentalnej, jest alokacja kompetencji do podejmowania kluczowych decyzji korporacyjnych. Jakkolwiek szczegółowe omówienie tej kwestii wykracza poza ramy niniejszego opracowania, to wystarczy powiedzieć, że prawo spółek wielu państw Europy kontynentalnej określa katalog spraw, dla których wymagana jest uchwała organu stanowiącego. Delegacja kompetencji do podjęcia decyzji określonych w takim katalogu na inny organ spółki jest bądź niemożliwa bądź dalece utrudniona. Do tych spraw należy m.in. podwyższenie kapitału zakładowego oraz emisja instrumentów zamiennych na akcje lub dających prawo nabycia akcji<sup>21</sup>. W krajach anglosaskich, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, gdzie prawo spółkowe jest domeną legislatur stanowych, zasada ta ukształtowana jest odmiennie. Co do zasady to organ wykonawczy spółki – o ile jej statut nie stanowi inaczej – ma prawo decydowania o emisji akcji w ramach ustalonego w statucie pułapu kapitału autoryzowanego<sup>22</sup>. Różnica pomiędzy tymi kręgami kultury prawnej sprowadza się więc do zakresu kompetencji organu zarządzającego do samodzielnego przeprowadzenia procedury podwyższeniowej lub, ujmując tę kwestię z innej perspektywy, do zakresu kontroli akcjonariuszy nad całym procesem. Nie jest zatem możliwe przeprowadzenie wyraźnej linii podziału np. na systemy, w których kompetencja do podwyższenia kapitału zakładowego w celu emisji instrumentów zamiennych na akcje lub dających prawo nabycia akcji spoczywa po stronie organu zarządzającego i systemy, gdzie kompetencja ta leży po stronie organu stanowiącego. W każdym bowiem ze wspomnianych przypadków dla skutecznego przeprowadzenia emisji akcji wymagany jest udział tak organu zarządzającego, jak i stanowiącego. Różnice zasadzają się natomiast na kwestii zakresu autonomii tego pierwszego względem drugiego. I tak, największy stopień niezależności przewidują co do zasady porządki anglosaskie, najmniejszy zaś – germańskie i od nich pochodne. Co więcej, cechą tej ostatniej grupy porządków prawnych zdaje się być wprowadzenie dodatkowej instytucji, którą jest właśnie warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego. Z jednej strony tworzy ona infrastrukturę prawną dla emisji instrumentów zamiennych lub dających prawo nabycia akcji, z drugiej zaś strony pozwala

---

<sup>21</sup> Por. art. 68 dyrektywy 2017/1132.

<sup>22</sup> Por. § 6.01 oraz § 6.21 MBCA. Co wymaga podkreślenia, nie jest to ten sam kapitał autoryzowany, o którym mówi § 6.01 MBCA, a raczej ekwiwalent polskiego kapitału docelowego. Por. sekcja 551 CA, § 202 AktG, art. 297 SCA, art. 651 SCO, § 511 CCC oraz art. L225-129-1 FCC.