

## Emisja dłużnych instrumentów hybrydowych oraz tzw. contingent convertible bonds (CoCo)

Oprócz emisji papierów wartościowych traktowanych jako instrumenty czysto dłużne (np. obligacje) albo kapitałowe (np. akcje) możliwe jest również wyemitowanie tzw. "instrumentów hybrydowych". Są to papiery wartościowe pozwalające na połączenie korzyści wynikających z długu (*debt*) i kapitału własnego (*equity*).

Szczególnym typem takich instrumentów są CoCo (*Contingent Convertibles*), czyli obligacje podlegające automatycznej konwersji na kapitał. Emisja instrumentów hybrydowych oferuje emitentom wiele korzyści, jakich nie dają standardowe instrumenty dłużne/kapitałowe. Jednocześnie, przy spełnieniu odpowiednich kryteriów, instrumenty hybrydowe mogą być uznane jako instrument kapitałowy dla celów księgowych. Dzięki temu zwiększają współczynnik kapitałów własnych ich emitenta, nie mając jednocześnie wpływu na poziom jego zadłużenia.

## Czym są instrumenty hybrydowe

Instrumenty hybrydowe to papiery wartościowe, które, poprzez nadanie im specyficznych parametrów, posiadają zarówno elementy papieru dłużnego, jak i te charakterystyczne dla kapitału własnego. Za instrumenty hybrydowe uznawane są najczęściej obligacje (lub inne dłużne papiery wartościowe), które posiadają szczególne elementy, zbliżające je do instrumentów kapitałowych. Emisje instrumentów hybrydowych są narzędziem szczególnie atrakcyjnym dla banków i innych instytucji finansowych, które zobowiązane są do utrzymywania określonych kapitałów własnych zgodnie z regulacjami pakietu CRD IV<sup>1</sup> lub Solvency II<sup>2</sup>.

Główne cechy, jakimi odznaczają się instrumenty hybrydowe, to:

- brak terminu wykupu lub bardzo oddalony w czasie termin wykupu (kilkadziesiąt lat);
- podporządkowanie wobec innych wierzycieli;
- uzależnienie wypłaty (i/lub stopy) odsetek od osiąganego przez emitenta dochodu lub możliwość zawieszenia ich wypłaty w określonych przypadkach, takich jak np. wystąpienie straty lub pogorszenie wskaźników, przy czym największe korzyści można osiągnąć przy emisji instrumentów, przy których emitent może dokonać zawieszenia spłaty odsetek w dowolnym momencie;

a także, w określonych warunkach dotyczących sytuacji finansowej emitenta:

- uprawnienie do zamiany lub przymusowa konwersja instrumentu na kapitał zakładowy emitenta; albo
- uprawnienie do uczestniczenia, w przypadku likwidacji albo upadłości emitenta, w podziale majątku podmiotu, pozostałego po zaspokojeniu wszystkich zobowiązań, na równi z akcjonariuszami.

Ze względu na niektóre z wymienionych wyżej cech, instrumenty hybrydowe stanowią dla emitenta relatywnie bezpieczne źródło pozyskania dodatkowego kapitału na inwestycje lub refinansowanie. Jako instrumenty podporządkowane nie kolidują one bowiem z interesem istniejących wierzycieli, nie pogarszają wskaźników finansowych (a wręcz je poprawiają). Z kolei w przypadku kłopotów finansowych (strat, groźby bankructwa) pozwalają na zawieszenie wypłat, czy wręcz umorzenie części zobowiązań albo ich konwersję na kapitał zakładowy. Jednocześnie, m.in. ze względu na wyższe niż przy innych dostępnych na rynku instrumentach oprocentowanie, są postrzegane przez inwestorów jako atrakcyjna lokata kapitału. Mogą więc służyć pozyskaniu dodatkowego finansowania, także w okresie słabej koniunktury. Zgodnie z dostępnymi publicznie informacjami, w przypadku niektórych emisji instrumentów hybrydowych za granicą redukcja zapisów sięgała niemal 80%.

Spośród wyemitowanych na obszarze państw Unii Europejskiej instrumentów hybrydowych można wymienić zarówno te emitowane przez instytucje finansowe (np. Credit Suisse Group AG w 2011 r. – emisja obligacji wieczystych Tier I o wartości nominalnej odpowiednio 3.500.000.000 USD i 2.500.000.000 CHF, oprocentowanych w wysokości odpowiednio 9,5% i 9% przy oprocentowaniu podlegającym cyklicznej zmianie po okresie 5 lat oraz 30-letnich obligacji Tier II (emitowanych przez SPV i gwarantowanych przez Credit Suisse Group AG) o wartości nominalnej 2.000.000.000 USD, oprocentowanych w wysokości początkowej 7,875%, przy oprocentowaniu podlegającym cyklicznej zmianie po okresie 5 lat – oba typy obligacji podlegają automatycznej konwersji na akcje w przypadku spadku kapitału Tier I grupy Credit Suisse poniżej 7%), jak i inne

---

<sup>1</sup> Składający się z następujących aktów prawnych (oraz przepisów wykonawczych do nich):

- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (CRR);  
- Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (CRD IV).

<sup>2</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II)

spółki, w tym koncerny energetyczne (np. Veolia Environment S.A. w 2013 r. – emisja hybrydowych obligacji wieczystych o łącznej wartości 1.000.000.000 EUR i 400.000.000 oraz oprocentowaniu wahającym się od 4,5% do 4,875%).

## Rodzaje instrumentów hybrydowych

Można wymienić następujące typy instrumentów hybrydowych:

- akcje nieme uprzywilejowane w zakresie dywidendy;
- dług podporządkowany szczególnego typu;

które nie stanowią dłużnych papierów wartościowych i nie są przedmiotem niniejszego opracowania;

- obligacje zamienne na akcje (zawierające prawo do nabycia akcji za określoną cenę albo do ich nieodpłatnego objęcia) albo z prawem pierwszeństwa (dające posiadaczowi, w przypadku emisji akcji przez emitenta, prawo do ich nabycia lub objęcia z pierwszeństwem przed innymi, w tym przed istniejącymi akcjonariuszami, dysponującymi prawem poboru);
- obligacje podlegające automatycznej konwersji na kapitał własny (tzw. CoCo, czyli "Contingent Convertibles", które w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego, np. gdy wskaźnik kapitałowy emitenta spada poniżej określonego poziomu, mogą podlegać automatycznej konwersji na akcje, co oznacza faktyczną absorpcję zadłużenia przez bezzwrotny kapitał własny);
- obligacje z mechanizmem zmniejszenia wartości nominalnej (*principal writedown*) lub odroczenia albo zawieszenia płatności odsetek (*interest deferral*) – w zależności od decyzji emitenta lub od wystąpienia określonych okoliczności (np. zdarzenia inicjującego);
- instrumenty stosowane przez firmy ubezpieczeniowe zgodnie z regulacjami Solvency II; albo
- obligacje *bail-in*, emitowane przez banki i mogące stanowić kapitał typu Additional Tier I lub Tier II, zgodnie z CRR.

Jednocześnie należy mieć na uwadze, że możliwe jest dokonanie kilku klasyfikacji instrumentów hybrydowych. Przykładowo inne kryteria dla uznania danego instrumentu za instrument hybrydowy należy przyjąć dla kwalifikacji księgowej, tej opartej o CRR, czy stosowanej przez agencje ratingowe. Kwalifikując dany instrument hybrydowy trzeba mieć na względzie, że nie każdy papier wartościowy tego typu będzie spełniał wszystkie te elementy. Przykładowo dana obligacja hybrydowa może być uznana za instrument kapitałowy na potrzeby stosowanych standardów rachunkowości, a jednocześnie posiadać jedynie częściowe (np. 50%) *equity credit* przyznawane, zgodnie z odpowiednią metodologią, przez agencję ratingową. W zależności od oczekiwań emitenta możliwe jest odpowiednie ukształtowanie warunków emisji oraz pozostałej dokumentacji dla hybrydowych papierów wartościowych, tak by spełniały one określone kryteria.

## Korzyści z emitowania instrumentów hybrydowych

Instrumenty hybrydowe (w tym te typu CoCo) stanowią użyteczne narzędzie finansowania, które zaspokajają zarówno oczekiwania emitentów, jak i inwestorów. Papiery wartościowe tego typu cieszą się niesłabnącą popularnością w Europie Zachodniej i na świecie, a dzięki uchwaleniu ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach ich emisja może być możliwa również pod prawem polskim.

Wśród przykładowych korzyści z emitowania instrumentów hybrydowych należy wymienić:

- W określonych przypadkach (albo na podstawie jednostronnej decyzji emitenta) instrumenty hybrydowe umożliwiają zmniejszenie wysokości odsetek wypłacanych obligatariuszom lub nawet zawieszenie ich spłaty. Daje to większą elastyczność emitentowi w sytuacji gorszych niż oczekiwane wyników finansowych.

- Dzięki księgowemu ujęciu danego instrumentu hybrydowego jako instrument kapitałowy (po spełnieniu odpowiednich wymagań) istnieje możliwość poprawy licznych parametrów opierających się o wartości bilansowe przedstawione w księgach emitenta. Są to m.in. wartość księgową netto emitenta czy wskaźnik dźwigni finansowej (ang. *financial leverage*)<sup>3</sup>.
- Rating przyznawany przez agencje ratingowe pozwala na przeprowadzenie emisji instrumentów hybrydowych o koszcie często niższym niż koszt kapitału własnego, co może potencjalnie pozwalać spółce na dokonanie korzystnego odkupu akcji własnych, bez zwiększania nominalnego zadłużenia.
- Poprzez emisję instrumentów hybrydowych banki (a także inne instytucje, na których ciąży taki obowiązek) mogą dokonać zwiększenia swojej bazy kapitałowej, bez emisji akcji, która prowadziłaby do rozwodnienia akcjonariatu i obniżenia wartości rynkowej tych walorów.
- Ze względu na swój podporządkowany charakter i mechanizm konwersji na kapitał własny, emisja instrumentów hybrydowych co do zasady nie powinna pogarszać pozycji już istniejących wierzycieli. Jest to więc sposób na pozyskanie dodatkowych funduszy bez naruszenia reguł wynikających z istniejącego zadłużenia (np. kredytu) jakie już posiada emitent.
- Wskutek warunkowej konwersji części zadłużenia na kapitał własny w przypadku znacznego pogorszenia się wypłacalności emitenta, jest możliwe uniknięcie upadłości, do ogłoszenia której emitent mógłby w innym przypadku być zmuszony. W założeniu ma to też umożliwiać bankom-emitentom, w razie znaczącego pogorszenia ich wypłacalności, wyjście z sytuacji bez polegania na funduszach pomocowych z sektora publicznego.
- Przy spełnieniu odpowiednich warunków dodatkową korzyścią dla emitenta instrumentów hybrydowych może być zaliczenie odsetek płaconych na rzecz posiadaczy tych instrumentów jako kosztu uzyskania przychodu, co pozwala na zmniejszenie podstawy opodatkowania (tzw. "tarcza podatkowa") – ale patrz rozdział "Istotne kwestie podatkowe".

## Typowe parametry rynkowych emisji instrumentów hybrydowych

W ramach emitowanych instrumentów hybrydowych występujące na rynku podmioty mają swobodę kształtowania stosunku zobowiązaniowego w ramach emitowanych obligacji (pod warunkiem zachowania zgodności z przepisami prawa dla danego państwa członkowskiego UE). Jeśli chodzi o najbardziej charakterystyczne dla instrumentów hybrydowych postanowienia warunków emisji to można wyróżnić m.in.:

- Podporządkowanie – w zależności od instrumentu może się ono wahać od zwykłego podporządkowania, przez instrument całkowicie podporządkowany (*junior*), aż do takiego, wobec którego bardziej podporządkowane są jedynie akcje i akcje uprzywilejowane.
- Zapadalność (termin wykupu) – zazwyczaj będzie ona bardzo długa (powyżej 50-60 lat, choć zdarzają się też bardziej krótkoterminowe instrumenty) lub instrument tego typu będzie emitowany jako wieczysty (a więc bez określonego terminu wykupu).
- Konwersja albo zmniejszenie nominalu (*principal writedown*) – w większości przypadków oba rozwiązania występują wymiennie, ale można też spotkać instrumenty, w których występują one razem. Konwersja polega na zamianie instrumentu hybrydowego na instrument kapitałowy o niższym stopniu uprzywilejowania niż bazowy instrument hybrydowy (zazwyczaj będą to akcje). Z kolei zmniejszenie nominalu jest równoznaczne z proporcjonalnym (*pro rata*) umorzeniem fragmentu lub całości instrumentów hybrydowych w ramach danej serii – bez wynagrodzenia. Ma to tę zaletę, że, w przeciwieństwie do konwersji, nie będziemy mieć tutaj do czynienia z rozdrobnieniem akcjonariatu

---

<sup>3</sup> Rozumiany jako stosunek wielkości aktywów do wielkości funduszy własnych. Im większy współczynnik dźwigni, tym większy udział kapitału obcego (długu) – instrumenty hybrydowe pozwalają na zwiększenie bazy aktywów, bez dodatkowego zadłużenia, co może być atrakcyjne zwłaszcza dla emitentów chcących zmniejszyć swój wskaźnik długu do kapitału własnego.

emitenta. Mechanizmy te mają w założeniu prowadzić do absorpcji strat przez emitenta. Mogą występować w formie opcjonalnej lub przymusowej.

- Oprocentowanie, a w jego ramach także możliwość zmiany (*reset*), w tym wzrostu (*step-up*). Zazwyczaj zmiana oprocentowania w ramach określonych w warunkach emisji postanowień obejmuje cykliczną zmianę (wzrost) w zakresie danych przedziałów czasowych (np. pięcioletnich). W niektórych emisjach występują także innego typu klauzule, np. zmiany oprocentowania stałego na zmienne (*fix-to-float*) albo odwrotnie.
- Wymuszenie/zatrzymanie płatności, czyli tzw. klauzula warunku (*pusher/stopper*). Dotyczy ona warunków uruchomienia lub wstrzymania płatności w określonych przypadkach, w szczególności w powiązaniu ze świadczeniami z wybranych instrumentów kapitałowych (np. wypłatą dywidendy z akcji). Jako przykład można wskazać wymuszenie płatności powiązane z dywidendą, które oznacza, że w przypadku wypłaty tej ostatniej emitent nie może wstrzymać wypłaty świadczeń z instrumentu hybrydowego, a jeśli tak zastrzeżono, to będzie również zobowiązany do wypłaty płatności wcześniej wstrzymanych – bezterminowo lub w granicach określonego okresu, np. pół roku (klauzula *look-back*). Z kolei zatrzymanie oznacza odwrócenie powyższego mechanizmu.
- Wstrzymanie płatności (*interest deferral*), zazwyczaj w odniesieniu do odsetek lub innych świadczeń należnych posiadaczom instrumentu. Może występować w następujących formach:
  - przymusowe/opcjonalne – w przypadku obligatoryjnego wstrzymania jest ono zazwyczaj uzależnione od określonego zdarzenia inicjującego (*trigger*), zaś opcjonalne wstrzymanie płatności zależy od decyzji emitenta;
  - kumulacyjne/niekumulacyjne – w tym przypadku różnica oznacza niedefinitywny (kumulacyjne – opóźnienie wypłaty) lub definitywny (kumulacyjne – anulowanie wypłaty) charakter wstrzymania płatności, przy czym mogą one dotyczyć określonego okresu lub terminu od momentu wstrzymania do wykupu.

## Emisja instrumentów hybrydowych pod prawem polskim

W zależności od przypadku, dla uznania danego papieru wartościowego za instrument hybrydowy będzie się stosować, oprócz ewentualnych innych warunków, trzy podstawowe kryteria. Należą do nich: powiązanie dochodu obligatariuszy z udziałem w zyskach emitenta lub podobny mechanizm pozwalający na absorpcję straty (np. możliwość zawieszenia lub wstrzymania wypłaty odsetek w przypadku niższych zysków lub ich braku albo prawo do uchylenia się od płatności w oparciu o jednostronną decyzję emitenta), podporządkowanie wobec innych wierzycieli oraz brak możliwości przedstawienia danego instrumentu do wykupu. Ten ostatni warunek często oznacza, iż instrumenty kapitałowe są emitowane jako obligacje wieczyste albo instrumenty posiadające bardzo odległy termin wykupu. Dodatkowo, w przypadku instrumentów typu CoCo, dochodzi do zautomatyzowanej konwersji na akcje w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego.

Jednym z elementów cechujących instrumenty hybrydowe może być oparcie płatności z takich instrumentów o określone parametry lub wskaźniki finansowe, w tym w szczególności zysk (tak aby przypominały one mechanizm charakterystyczny dla dywidendy wypłacanej z posiadanych akcji, które są instrumentem kapitałowym). Pod prawem polskim ten efekt może zostać osiągnięty dzięki emisji tzw. "obligacji partycypacyjnych", opisanych w art. 18 Ustawy o obligacjach. Obligacje partycypacyjne to dłużne papiery wartościowe, które przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta. Wiąże się to również z określonymi wymaganiami. Szczegółowe zasady określające udział w tym zysku (w tym jego wysokość, która może, ale nie musi, być wyrażona w procentach) powinny znaleźć się w warunkach emisji obligacji partycypacyjnych. Niezgodne z warunkami emisji rozporządzenie przez emitenta udziałem w zysku przeznaczonym dla obligatariuszy jest bezskuteczne wobec tychże. Oprócz tego prawo do udziału w zysku emitenta podlega wpisowi do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego, w którym jest zarejestrowany emitent, będący spółką. Problemem, z jakim należy się liczyć w przypadku emisji obligacji partycypacyjnych, może być niechęć organów podatkowych do uznawania świadczeń z takich instrumentów za odsetki stanowiące koszt uzyskania przychodu w rozumieniu właściwych przepisów podatkowych.

Odrębną kwestię stanowi możliwość określenia zobowiązania z obligacji, tak aby wypłata odsetek była zależna wyłącznie od emitenta. Przepisy pozwalają na dowolne, zgodne z ustawą o obligacjach, ukształtowanie świadczenia z obligacji, sposobu

jego realizacji oraz innych praw i obowiązków – każdy z tych elementów musi zostać wyznaczony w warunkach emisji. W takim przypadku ryzyko podatkowe jest niższe, niż w odniesieniu do obligacji partycypacyjnych.

Ustawa o obligacjach pozwala również na wyemitowanie instrumentów, z których wierzytelności będą podporządkowane wobec wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta (tzw. obligacje podporządkowane). W praktyce oznacza to, że w przypadku likwidacji albo upadłości emitenta, wierzytelności z obligacji podporządkowanych będą mogły być dochodzone dopiero jako ostatnie, po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności – z wyjątkiem tych przysługujących akcjonariuszom spółki. Jednocześnie dla takich obligacji nie będzie możliwe ustanowienie zabezpieczeń (w tym zabezpieczeń rzeczowych, takich jak np. hipoteka czy zastaw rejestrowy).

Innym mechanizmem wprowadzonym przez nową ustawę o obligacjach jest emisja obligacji wieczystych. Są to dłużne papiery wartościowe, które, przy braku odmiennego zastrzeżenia w warunkach emisji, nie będą podlegać wykupowi. Warto zwrócić uwagę, że do zobowiązań z obligacji wieczystych nie stosuje się przepisów kodeksu cywilnego o wygaśnięciu zobowiązań ciągłych w przypadku ich wypowiedzenia. Oznacza to, że nie jest możliwe wypowiedzenie zobowiązań z obligacji, a jedynie ich wykup – jeśli został zastrzeżony w warunkach emisji tych obligacji, przy czym nie wcześniej niż po upływie co najmniej 5 lat od dnia ich emisji.

Ustawa nie przewiduje przeciwwskazań dla łączenia wymienionych powyżej elementów (każdy z nich podlega jednak ujęciu w warunkach emisji), można więc sobie wyobrazić emisję obligacji, które będą jednocześnie posiadały aspekty partycypacji w zyskach, podporządkowania i braku terminu wykupu. Odpowiednie połączenie powinno dać instrument o cechach charakterystycznych dla instrumentów hybrydowych.

## Emisja obligacji zamiennych, z prawem pierwszeństwa albo z wbudowanym mechanizmem automatycznej konwersji

Cechą szczególną znaczącej części dłużnych instrumentów hybrydowych (i wszystkich typu CoCo) jest ich wymienialność na instrument kapitałowy *sensu stricto*, jakim zazwyczaj będzie akcja lub jej ekwiwalent (a także np. warrant subskrypcyjny). Można to osiągnąć na jeden z dwóch sposobów:

- Emisja obligacji zamiennych na akcje lub zawierających prawo pierwszeństwa subskrypcji akcji; albo
- Wbudowanie w zobowiązanie z obligacji mechanizmu automatycznej konwersji na instrument kapitałowy w przypadku zaistnienia zdarzenia inicjującego (tzw. Contingent Convertible – CoCo).

W przypadku, gdy statut danej spółki akcyjnej przewiduje taką możliwość, może ona emitować obligacje zamienne, czyli uprawniające obligatariusza do objęcia w ich miejsce odpowiedniej liczby akcji. Obligacja podlega wówczas umorzeniu z mocy prawa w chwili objęcia akcji przez obligatariusza na drodze zamiany. Emisja obligacji zamiennych wiąże się z licznymi dodatkowymi obowiązkami – uchwała o ich emisji podlega zgłoszeniu do Krajowego Rejestru Sądowego, zaś warunki emisji takich obligacji powinny określać m.in. termin zamiany, jej przelicznik oraz dodatkowe informacje dotyczące chociażby postępowania w przypadku przekształcenia, podziału, połączenia lub likwidacji emitenta lub zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem, w którym roszczenie do zamiany stanie się wymagalne. Zamiana obligacji następuje w formie złożenia emitentowi pisemnego oświadczenia o objęciu akcji. Oprócz tego spółka akcyjna może również dokonać emisji obligacji uprawniających ich posiadacza do subskrybowania akcji spółki z zachowaniem prawa pierwszeństwa ich nabycia lub objęcia przed jej akcjonariuszami.

Należy pamiętać, że przy obligacjach zamiennych lub zawierających prawo pierwszeństwa nie występuje jednak automatyczna konwersja długu na kapitał własny – objęcie akcji stanowi bowiem jedynie uprawnienie obligatariusza, z którego nie musi on skorzystać (nawet w przypadku ustalenia takiego zobowiązania kontraktowego, brak jego wykonania mógłby zapewne skutkować jedynie potencjalną odpowiedzialnością odszkodowawczą). W związku z tym może on zacząć do wykupu obligacji, a kiedy mamy do czynienia z instrumentem wieczystym, nie wykonywać zamiany na akcje. W związku z tym, dla uzyskania określonych korzyści, konieczne jest zastosowanie mechanizmu automatycznej konwersji, przewidzianej przez instrument typu CoCo.



Alternatywą dla powyższego rozwiązania jest emisja obligacji inkorporujących w siebie mechanizm konwersji takiej obligacji na warrant subskrypcyjny, który jest instrumentem kapitałowym. W takim przypadku zobowiązanie z obligacji wieczystej określane jest jako kwota główna oraz ewentualne odsetki, przy czym w przypadku zaistnienia określonego zdarzenia inicjującego następuje, zgodnie z warunkami emisji, modyfikacja zobowiązania poprzez konwersję obligacji na warrant subskrypcyjny (ustawa o obligacjach pozwala emitentowi na dowolne ukształtowanie zobowiązania z obligacji, o ile nie stoi to w sprzeczności z powszechnie obowiązującymi przepisami). Po dokonaniu konwersji posiadacz warrantu (dawny obligatariusz) będzie mógł dokonać jego zamiany na akcje, przy czym wymaga to złożenia emitentowi pisemnego oświadczenia. Warto zwrócić uwagę, że art. 437 kodeksu spółek handlowych nie pozwala na objęcie akcji pod warunkiem (skutkuje to nieważnością), stąd nie wydaje się możliwa automatyczna konwersja obligacji na akcję, która skutkowałaby przymusowym objęciem przez obligatariusza kapitałowego papieru wartościowego.

Należy jednocześnie pamiętać, że zgodnie z art. 83 prawa upadłościowego zdarzeniem inicjującym, wywołującym zmianę stosunku prawnego, nie może być ogłoszenie upadłości ani złożenie wniosku o jej ogłoszenie przez emitenta. Nie ma jednak przeszkód by określić moment konwersji w oparciu o któryś ze wskaźników finansowych (np. wzrost zadłużenia emitenta powyżej wcześniej ustalonej wartości czy spadek wskaźnika wypłacalności poniżej określonej poziomu).

Z uwagi na zasadę ochrony wartości nominalnej akcji, w przypadku obu rozwiązań konieczne jest (z wyjątkiem przypadków, gdy np. emitent posiada nieumorzone akcje własne) dokonanie przez emitenta odpowiednich czynności korporacyjnych związanych z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego, o którym mowa w art. 448 kodeksu spółek handlowych. Może to wymagać w szczególności podjęcia odpowiednich uchwał przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Uchwała dotycząca emisji obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa objęcia akcji, a także uchwała w sprawie zmiany statutu, musi zapadać większością 3/4 głosów. Z kolei podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwały o pozbawieniu akcjonariuszy prawa poboru akcji w całości lub części zapada większością co najmniej 4/5 głosów.

## Ujęcie rachunkowe jako instrument kapitałowy (*equity instrument*)

Zgodnie z przepisami prawa wszystkie spółki publiczne oraz banki są zobowiązane do prowadzenia polityki rachunkowości zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF; ang. *International Financial Reporting Standards – IFRS*), w skład których wchodzi określone Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR; ang. *International Accounting Standards – IAS*). Standardem opisującym sposoby ujęcia w bilansie poszczególnych instrumentów jest Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 32: instrumenty finansowe – prezentacja.

Najważniejszym elementem odróżniającym zobowiązanie finansowe od instrumentu kapitałowego w rozumieniu MSR 32 jest występowanie ciężącego na emitencie umownego obowiązku do wydania środków pieniężnych lub innego składnika aktywów finansowych drugiej stronie (posiadaczowi). Istnieje takiego obowiązku oznacza, że mamy do czynienia z zobowiązaniem finansowym, a jego brak – z instrumentem kapitałowym. Wskazany powyżej standard pozwala także w pewnych warunkach zakwalifikować dany instrument finansowy (w tym instrument, jakim jest obligacja wieczysta, która, co do zasady, jest traktowana jako zobowiązanie finansowe) jako instrument kapitałowy. Nie może on jednak obejmować umownego obowiązku wydania aktywów finansowych innej jednostce ani wymiany z nią aktywów finansowych lub zobowiązań finansowych na niekorzystnych dla emitenta warunkach. Oprócz tego, jeśli instrument ma dodatkowo podlegać rozliczeniu we własnych instrumentach kapitałowych, to obowiązek ten nie może obejmować dostarczenia zmiennej liczby własnych instrumentów kapitałowych. W takiej sytuacji, jeśli dany papier wymienny ma spełniać standardy dla uznania go za instrument kapitałowy, liczba ta powinna być stała dla każdego instrumentu, co oznacza rozliczenie pro rata. W przypadku, gdy powyższe wymogi nie zostały zachowane, dany papier wartościowy wciąż będzie mógł zostać zakwalifikowany jako instrument kapitałowy, ale tylko jeśli będą spełnione inne, dodatkowe warunki.

O kwalifikacji decyduje zawsze ekonomiczna treść danego instrumentu finansowego, którą należy traktować, dla potrzeb jego opisanego w księgach, za nadrzędną nad nazwą czy też formą. W praktyce przyjmuje się, że jeśli wypłaty dla posiadaczy właściwego instrumentu zależą od wyłącznego uznania emitenta, który ma prawo do bezwarunkowego uchylenia się od wydania środków pieniężnych, to instrument taki może, co do zasady, zostać uznany za instrument kapitałowy. W przypadku, gdy emitent nie dysponuje takim uprawnieniem, a instrument zawiera opcję sprzedaży lub rozliczenia we własnych






instrumentach kapitałowych albo klauzulę warunkowego rozliczenia, konieczne może być spełnienie dodatkowych warunków, określonych w MSR 32.

Księgowe ujęcie poszczególnych pozycji w bilansie może zależeć od wielu różnych czynników (w tym m.in. przyjętej przez emitenta polityki rachunkowości oraz specyfiki danego instrumentu finansowego) i w każdym przypadku decyzję księgową polegającą na księgowaniu instrumentu hybrydowego (jako zobowiązanie finansowe albo instrument kapitałowy) należy poprzedzić konsultacją z audytorem emitenta.

## Przyznawanie ratingu instrumentom

Istotnym dla instrumentów hybrydowych aspektem, zwłaszcza w kontekście przeprowadzania ich oferty, jest nadawanie tym papierom wartościowym ratingu. Oprócz tego agencje ratingowe dokonują kwalifikacji instrumentów hybrydowych poprzez określenie ich *Equity Credit* (czyli w uproszczeniu procentu w jakim stanowią one instrument kapitałowy) w ramach jednego z pięciu koszyków (od 0% do 100% *Equity Credit*), co może mieć wpływ na nadanie odpowiedniego ratingu. Jednocześnie, zdaniem agencji ratingowych, udział instrumentów hybrydowych (wg ich *Equity Credit*) nie powinien przekraczać 30% łącznej wartości instrumentów kapitałowych emitenta (do których wlicza się, oprócz wyemitowanych akcji/udziałów, instrumenty hybrydowe, wg ich *Equity Credit*). Należy też pamiętać, że odrębna metodologia ratingowa jest stosowana dla banków.

Przyznawane przez agencję ratingową koszyki *Equity Credit* dla instrumentów hybrydowych (w oparciu o metodologię Moody's dla *Hybrid Equity Credit*)<sup>4</sup> mogą wyglądać następująco:

| 0%  | 25%   | 50%   | 75%  | 100%  |
|---|---|---|--|---|
| A   | B   | C   | D  | E   |
|  |  |  |  |  |

Przykłady instrumentów dla danego koszyka:

Obligacje podporządkowane o okresie zapadalności krótszym niż 30 lat, bez mechanizmu konwersji, zawierające kumulatywny mechanizm opcjonalnego wstrzymania płatności, o zwykłym stopniu podporządkowania

5-10 letnie obligacje podporządkowane, z mechanizmem konwersji lub zmniejszenia wartości nominalnej (w zależności od zdarzenia inicjującego), bez mechanizmu wstrzymania płatności, o zwykłym stopniu podporządkowania

Wieczyste obligacje z mechanizmem konwersji lub zmniejszenia wartości nominalnej (w zależności od zdarzenia inicjującego) i niekumulatywnym mechanizmem wstrzymania płatności, o stopniu podporządkowania równemu akcjom uprzywilejowanym

60+ letnie obligacje, bez mechanizmu konwersji, zawierające niekumulatywny mechanizm wstrzymania płatności (zarówno opcjonalnie, jak i przymusowo, w określonych przypadkach), o stopniu podporządkowania równemu akcjom uprzywilejowanym

Instrumenty zawierające mechanizm przymusowej konwersji na akcje (wg stałego przelicznika) jeszcze przed upadłością lub zapadalnością i niekumulatywne wstrzymanie płatności, o stopniu podporządkowania równemu akcjom/udziałom zwykłym

<sup>4</sup> Dostępna pod adresem: [http://www.moody.com/viewresearchdoc.aspx?docid=PBC\\_156230..](http://www.moody.com/viewresearchdoc.aspx?docid=PBC_156230..)



- Czy instrument hybrydowy zapewnia absorpcję strat lub ochronę finansową w okresie swojej zapadalności? (*Does the hybrid absorb losses or provide financial protection for a 'going' concern?*); przez to pytanie należy rozumieć m.in. ocenę istniejących mechanizmów wstrzymania wypłaty kuponu itp.
- Czy instrument hybrydowy zapewnia absorpcję strat w przypadku upadłości lub jej groźby? (*Does the hybrid absorb losses for a 'gone' concern?*); przez to pytanie należy rozumieć zwłaszcza ocenę stopnia podporządkowania danej hybrydy, ale także odpowiednie postanowienia warunków emisji odnoszące się do ryzyka upadłości emitenta.
- Czy absorpcja strat przez instrument hybrydowy będzie miała zastosowanie w razie potrzeby? (*Will the loss-absorbing hybrid be there when needed?*); przez to pytanie rozumie się przede wszystkim generalną ocenę w czasie typu, jakości i zapadalności danego instrumentu, w tym w kontekście wyemitowanych instrumentów kapitałowych *sensu stricto*.

## Istotne kwestie podatkowe

Instrumenty hybrydowe, w przeciwieństwie do zwykłych instrumentów kapitałowych (takich jak np. akcje), powinny pozwalać, przy odpowiednim ich skonstruowaniu, na zaliczenie płatności dokonywanych na rzecz obligatariuszy jako koszt uzyskania przychodu, tym samym zmniejszając podstawę opodatkowania w przypadku emitenta. Należy jednakże pamiętać, że w przypadku obligatariuszy niebędących polskimi rezydentami podatkowymi może to mieć negatywny wpływ na ewentualne zwolnienie z podatku mające zastosowanie w państwie rezydencji obligatariusza do dochodów z instrumentów hybrydowych w przypadku, gdy są one traktowane w tym państwie jak instrumenty kapitałowe (do weryfikacji przez obligatariusza).

W przypadku instrumentów emitowanych przez podmioty polskie budowa odpowiedniej struktury emisyjnej może okazać się wyzwaniem, w szczególności ze względu na niekorzystne interpretacje podatkowe wydawane w tym zakresie przez organy skarbowe. Zgodnie z ich opiniami płatności z instrumentów finansowych, aby być uznawane za odsetki dla celów uznania ich za koszt uzyskania przychodu, muszą być obliczane za pomocą stopy procentowej w stosunku do kapitału. Jeżeli wynagrodzenie za udostępnienie pieniądza przyjmuje inną formę – np. zależną od zysku lub obrotu – wówczas, zgodnie z wykładnią organów skarbowych, nie będziemy mieli do czynienia z odsetkami, ale odrębną formą wynagrodzenia, jak chociażby udziałem w zysku, który nie stanowi kosztu uzyskania przychodu<sup>5</sup>. Dotyczy to także obligacji partycypacyjnych, emitowanych na podstawie art. 18 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach<sup>6</sup>. Odsetki powinny, zgodnie ze stanowiskiem wyrażonym w indywidualnych interpretacjach podatkowych, dać się obliczyć poprzez proste pomnożenie stopy procentowej przez kwotę kapitału, bez uwzględniania jakichkolwiek dodatkowych okoliczności.

Nie oznacza to jednak, że nie jest możliwe stworzenie konstrukcji emisji obligacji hybrydowych, w ramach których wypłata odsetek będzie mogła stanowić dla emitenta koszt uzyskania przychodu. Przykładowo – istnieje możliwość wyemitowania obligacji o stałej lub zmiennej stopie procentowej, ale z możliwością zawieszenia wypłaty odsetek. Jest też możliwe ograniczenie wysokości odsetek w zależności od jednego ze wskaźników finansowych emitenta (np. EBITDA albo poziomu zadłużenia) czy ustalenie różnych poziomów stałego oprocentowania (np. 4%/8%/12%), z zastrzeżeniem ich stosowania w zależności od wystąpienia określonych czynników. Rozpiętość ustalenia wysokości oprocentowania jest tutaj tym większa, że zgodnie z art. 12 ustawy o obligacjach, do oprocentowania obligacji nie stosuje się przepisów o odsetkach maksymalnych. Jednakże, odsetki te nie powinny w żadnym przypadku przekroczyć wartości rynkowej, ponieważ odsetki w kwocie przekraczającej wysokość odsetek rynkowych nie będą stanowiły kosztu podatkowego.

---

<sup>5</sup> Takie stanowisko przedstawił Dyrektor Izby Skarbowej w Warszawie w interpretacji indywidualnej z dnia 30 sierpnia 2011 r., sygn. IPPB3/423-433/11-2/JG.

<sup>6</sup> Takie stanowisko przedstawił Dyrektor Izby Skarbowej w Poznaniu w interpretacji indywidualnej z dnia 3 listopada 2015 r., sygn. ILPB3/4510-1-372/15-2/AO.

Nie ma natomiast pewności jak organy podatkowe potraktowałyby mechanizm, w którym wypłata odsetek będzie całkowicie zależna od decyzji emitenta. Z pewnością zaliczeniu do kosztów uzyskania przychodu nie mogłyby podlegać odsetki, które nie zostały faktycznie wypłacone. Wątpliwości mogą pojawić się natomiast w sytuacji, gdy, nawet jeśli wypłata odsetek następuje cyklicznie oraz są one obliczane jako procent od wartości nominalnej, emitent ma prawo bezwarunkowego zawieszenia spłaty – czy wówczas uiszczone odsetki będą stanowiły koszt? Trudno udzielić jednoznacznej odpowiedzi na to pytanie, brak bowiem na razie interpretacji, które mogłyby stanowić klarowną wskazówkę jak organy podatkowe będą traktować wypłatę świadczeń odsetkowych, od których emitent może się bezwarunkowo uchylić. Należy jednakże pamiętać, że zawieszenie spłaty nie powinno wiązać się z umorzeniem odsetek za okres zawieszenia, lub być równoznaczne z okresami bezodsetkowymi, ponieważ w takim wypadku u emitenta powstałoby ryzyko oszacowania przychodu za nieodpłatne korzystanie z kapitału.

W każdym przypadku, dla uzyskania pewności, należy wystąpić o indywidualną interpretację podatkową, dzięki której będzie możliwe potwierdzenie stanowiska podatnika (a w przypadku jego braku – rozważenie przygotowania odmiennej struktury odsetkowej).

## Studium przypadku – emisja obligacji hybrydowych przez EDF w 2014 r.

Electricite de France S.A. w 2014 r. dokonała, w ramach programu EMTN o wartości 30.000.000.000 EUR, emisji hybrydowych podporządkowanych obligacji wieczystych z oprocentowaniem podlegającym cyklicznej zmianie, o łącznej wartości 2.000.000.000 EUR i 750.000.000 GBP oraz oprocentowaniu początkowym wahającym się od 4,125% do 5,875%. Wspomniane powyżej obligacje zostały wyemitowane jako hybrydowe papiery wartościowy, kwalifikowane jako instrument kapitałowy w rozumieniu MSSF, którym przyznano 50% *equity credit* oraz odpowiednio ratingi BBB+ (S&P), A3 (Moody's) oraz A- (Fitch).

- Wyemitowane przez EDF obligacje posiadają następujące cechy, dzięki którym mogły zostać zakwalifikowane jako kapitał hybrydowy (oraz instrument kapitałowy, zgodnie z MSR 32):
- Brak ustalonej daty wykupu, z zastrzeżeniem możliwości dokonania wykupu przez emitenta w określonych przypadkach (m.in. w przypadku niekorzystnych zmian podatkowych; zmiany standardów rachunkowych, która nie pozwalałaby ujmować tych obligacji jako kapitału własnego; a także zmiany metodologii stosowanej przez agencje ratingowe, która mogłaby mieć wpływ na przyznany *equity credit*).
- Najwyższy stopień podporządkowania (*deep subordination*) wobec wszystkich innych wierzytelności, równy tylko wobec innych wierzytelności o najwyższym stopniu podporządkowania, z zachowaniem nadrzędności jedynie nad akcjami zwykłymi (*actions ordinaires*) i akcjami uprzywilejowanymi (*actions de préférence*).
- Stałe oprocentowanie, podlegające cyklicznej zmianie w odpowiednich okresach (8/12/15 lat – w zależności od serii).
- Mechanizm wstrzymania płatności (*interest deferral*), który jest bezwarunkowy i zależny od decyzji emitenta, a wstrzymane płatności podlegają kumulacji i naliczeniu dodatkowych odsetek.
- Wymuszenie płatności wstrzymanych świadczeń w jednym z trzech przypadków:
  - upływanie 10 dni roboczych od zdarzenia inicjującego wymuszenie płatności, przez które należy rozumieć każdorazowo wypłatę przez emitenta dywidendy z akcji albo dokonanie odkupu akcji własnych;
  - wykup obligacji; lub
  - orzeczenie przez właściwy sąd likwidacji (*liquidation amiable ou judiciaire*) albo sprzedaży przedsiębiorstwa (*cession totale de l'entreprise*) emitenta.
- Brak konwersji i zmniejszenia nominału obligacji oraz niewystępowanie klauzuli *negative pledge* ani katalogu przypadków naruszenia.
- Niematerialna forma obligacji (dematerializacja przeprowadzona z udziałem Euroclear France w celu wprowadzenia instrumentów do obrotu na Euronext Paris).

## Kontakt



**Grzegorz Namiotkiewicz**  
Partner

T: +48 22 627 11 77

E: grzegorz.namiotkiewicz@cliffordchance.com



**Grzegorz Abram**  
Counsel

T: +48 22 627 11 77

E: grzegorz.abram@cliffordchance.com



**Tomasz Szymura**  
Counsel

T: +48 22 627 11 77

E: tomasz.szymura@cliffordchance.com



**Artur Bilski**  
Associate

T: +48 22 627 11 77

E: artur.bilski@cliffordchance.com

Niniejsza publikacja nie omawia wszystkich aspektów przedstawianych zagadnień i nie stanowi porady prawnej ani porady innego rodzaju.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660 Warsaw, Poland

© Clifford Chance 2016

Clifford Chance, Janicka, Krużewski, Namiotkiewicz i wspólnicy  
spółka komandytowa

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta\* ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

\*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.