

Jakub Marszałek

Uniwersytet Łódzki

RYNKOWE PRZESŁANKI EMISJI OBLIGACJI ZAMIENNYCH NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK SEKTORA INFORMATYCZNEGO W POLSCE

1. Wstęp

Rozwój przedsiębiorstwa najczęściej oznacza konieczność nieustannego decydowania o strategii finansowania. Wpływa ona bowiem istotnie na tempo rozwoju lub wzrostu, a jednocześnie determinuje ryzyko, jakie towarzyszy prowadzonej działalności. Podstawowy dylemat dotyczy wyboru między finansowaniem obcym i własnym oraz ustalenia określonych proporcji między nimi. Optymalna struktura kapitałowa nie jest niestety możliwa do ustalenia ze względu na uwarunkowania strategiczne przedsiębiorstwa. Dodatkowo kapitał własny ma zalety będące jednocześnie wadami kapitału obcego, natomiast dług cechuje to, czego brak kapitałom własnym. Dzięki wykorzystaniu kapitału własnego możliwe jest uniknięcie wydatków pieniężnych na rzecz kapitałodawców, co pozwala zmniejszyć obciążenia finansowe realizowanych projektów inwestycyjnych. Jednak kapitał własny bezpośrednio wiąże się z prawem kapitałodawców do zarządzania spółką, co w konsekwencji może zmieniać strukturę własności i determinować warunki zarządzania przedsiębiorstwem w przyszłości. Powiększone grono właścicieli przede wszystkim pozbawia dotychczasowych udziałowców części przyszłych pożytków z planowanych inwestycji.

Kapitał obcy nie musi wpływać na dotychczasową strukturę własności, ale niestety wymaga okresowego regulowania płatności odsetkowych oraz zwrócenia całości pożyczonego kapitału z chwilą jego wymagalności. Takie uwarunkowania finansowania mogą istotnie determinować płynność finansową podmiotu i rentowność realizowanych przez niego inwestycji, nawet powodując bankructwo. Dodatkowo obie formy kapitału różnią się istotnie kosztem. Dług, ze względu na prawne zabezpieczenia, jest z punktu widzenia ryzyka inwestycyjnego kapitałem bezpieczniejszym, a zatem tańszym dla spółki. Ryzyko utraty kapitału przez inwestora wiąże

się z koniecznością premii za ryzyko, która zwiększa tym samym koszt kapitału przedsiębiorstwa, gdy finansuje się kapitałem własnym.

Wybór finansowania działalności z wykorzystaniem tańszego długu z jednoczesnym ryzykiem utraty płynności lub bezpieczniejszego kapitału własnego, ale obciążonego ryzykiem wycofania kapitału przez udziałowców, w pewnym stopniu może ułatwić zastosowanie kapitału o cechach zarówno długu, jak i kapitału własnego, czyli finansowania hybrydowego.

Niniejszy artykuł poświęcono analizie obligacji zamiennych, które łączą cechy obu form finansowania i ułatwiają optymalizację struktury pasywów. Szczególną uwagę zwrócono na warunki rynkowe, związane z wyceną spółek-emitentów obligacji zamiennych, które towarzyszyły poszczególnym emisjom. Obserwacji dokonano na grupie polskich podmiotów z sektora informatycznego w okresie całego czasu istnienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Centralnej Tabeli Ofert. Intencją autora było wskazanie określonych prawidłowości w kwestii wyboru momentu realizacji emisji.

Celem opracowania jest analiza warunków, w jakich polskie spółki publiczne podjęły decyzję o emisji hybrydowych instrumentów dłużnych. Ponieważ nie jest to często stosowany instrument finansowy w Polsce, zdecydowano się na zbadanie wszystkich spółek publicznych notowanych na rynku giełdowym i pozagiełdowym. Jednak ze względu na zaobserwowane różnice w wycenie rynkowej spółek oraz ich charakterystyce finansowej zdecydowano o zawężeniu badania do grupy podmiotów sektora informatycznego, jednego z najliczniej reprezentowanego w badanej zbiorowości. Z ustalonej ogólnej liczby emisji obligacji zamiennych wyłączono te, które zrealizowano w ramach programów motywacyjnych dla kadry menedżerskiej emitentów.

2. Przesłanki emisji obligacji zamiennych

Obligacja zamienna to papier wartościowy, którego posiadacz ma prawo do wymiany obligacji na określoną liczbę akcji emitenta obligacji [Duliniec 2003, s. 6].

Poszerzenie praw klasycznej obligacji kuponowej o opcję konwersji skutkuje dodaniem dodatkowych parametrów charakteryzujących obligację zamienną, wśród których należy wyróżnić [Duliniec 2003; Buczek 1999, s. 37]:

- współczynnik konwersji, będący liczbą akcji, jakie można uzyskać w wyniku wymiany obligacji,
- czas konwersji, czyli okres, w jakim możliwe jest dokonanie konwersji,
- wartość konwersji (parytet) – rynkową wartość akcji, na jakie obligacja może być wymieniona (jest to iloczyn współczynnika konwersji i rynkowej wartości jednej akcji emitenta),
- premię konwersji, którą stanowi różnica między wartością konwersji w dniu wymiany a parytetem w chwili emisji obligacji.

Dodatkowe parametry mogą istotnie wpłynąć na ocenę „fundamentu” obligacji zamiennej, jakim jest oczywiście obligacja kuponowa, dokonanej przez potencjalnego inwestora, co wydaje się niezwykle istotne dla emitenta. Spółka może bowiem w pewnych warunkach obniżyć oprocentowanie długu, jakie musiałaby ustalić w przypadku emisji zwykłej obligacji kuponowej, poprzez zwiększenie atrakcyjności długu za pomocą praw dodanych [Nelken 2000, s. 3].

Pierwszym narzędziem służącym temu celowi może być zwiększanie współczynnika konwersji, co wprost skutkuje wzrostem stanu posiadania inwestora, gdyż ten otrzyma więcej akcji. Takie działanie wydaje się jednak tylko wtedy uzasadnione, gdy towarzyszy mu wzrost nominalnej ceny obligacji (lub ceny emisyjnej) lub obniżenie jej oprocentowania. Wówczas inwestor będzie skłonny ponieść dodatkowe ryzyko w nadziei na większy zysk kapitałowy, jeśli uwierzy we wzrost wartości akcji emitenta w przyszłości.

Kolejnym sposobem kształtowania pożądanej struktury kapitałowej emitenta jest zarządzanie czasem konwersji obligacji zamiennej. Dzięki niemu dłużnik ma prawo określić czas, w jakim możliwa jest konwersja. W zależności od ceny emisyjnej obligacji zamiennej emitent może z pewnym prawdopodobieństwem zdecydować, czy chce dokonać zmian w strukturze kapitału własnego, czy też nie. Ustalając krótki czas konwersji przy wysokiej premii konwersji, czyni się wymianę obligacji na akcje mało prawdopodobną, ponieważ na wystarczający wzrost ceny rynkowej akcji może zabraknąć czasu. Z drugiej zaś strony spółka może ustalić czas konwersji bardzo długi, co w powiązaniu z efektami inwestycji finansowanej za pomocą obligacji i możliwej wówczas wyższej wyceny rynkowej emitenta pozwoli na konwersję. Emitent nie musi wówczas wykupywać obligacji, a zmniejszone obciążenia z tym związane dodatkowo mogą aprecjonować kurs akcji, skłaniając wierzycieli do konwersji. Czas konwersji może zatem pełnić podobną funkcję w planowaniu finansowym emitenta jak współczynnik konwersji.

Jednym z najważniejszych czynników decydujących o atrakcyjności inwestowania w obligacje zamienne wydaje się wartość konwersji. Wysokość parytetu determinuje prawdopodobieństwo konwersji. Im niższy parytet, tym bardziej prawdopodobna konwersja. Emitent obligacji zamiennej, posługując się czasem i wartością konwersji, może decydować o prawdopodobieństwie wymiany obligacji na akcje, przy czym obie metody zarządzania długiem hybrydowym mogą się wzajemnie znośić, wzmacniać lub być wobec siebie substytucyjne.

Inwestor gotów jest zapłacić więcej za akcje emitenta obligacji zamiennej tylko wtedy, gdy zakłada wystąpienie premii konwersji. Założenie takie może być poparte faktem mniejszego ryzyka inwestycyjnego. Inwestycja w obligacje zamienne jest przecież chroniona umową obligacyjną [Fabozzi 2000, s. 456-458]. Inwestor ma gwarancję zwrotu kapitału do momentu decyzji o konwersji, następującego wtedy, gdy premia konwersji, a więc i korzyść, jest znana. W przypadku braku konwersji kapitał jest jeszcze powiększony o wartość odsetek. Dlatego można zauważyć, że

hybrydowa natura obligacji zamiennych polega nie tyle na połączeniu finansowania akcjami z kapitałem pożyczkowym, co raczej na możliwości obniżenia kosztu kapitału własnego w stosunku do potencjalnej, wymaganej stopy zwrotu emitowanych akcji, poprzez wykorzystanie elementów finansowania dłużnego.

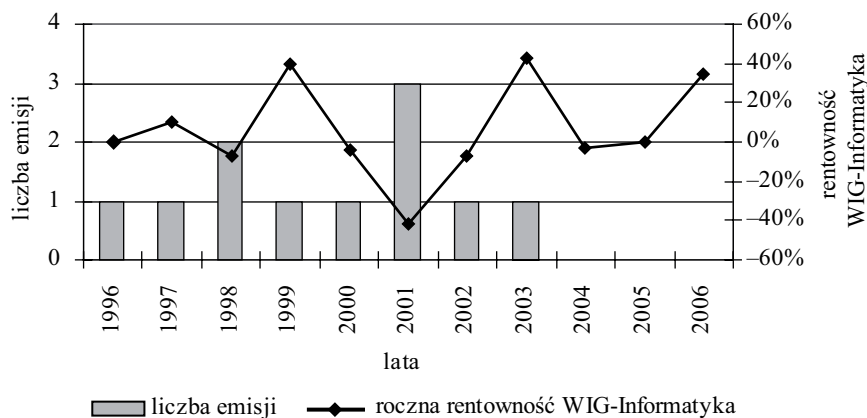
Możliwość łącznego zarządzania negatywnymi aspektami finansowania kapitałem własnym bądź obcym wydaje się podstawową zaletą obligacji zamiennych. Rozpatrując najistotniejsze mankamenty wykorzystywania kapitału własnego procesie rozwoju przedsiębiorstwa, należy wyróżnić dwa problemy: wysoki koszt kapitału oraz konieczną zmianę struktury własnościowej spółki. Trudności te wydają się szczególnie dotkliwe w warunkach niskiej wyceny rynkowej podmiotu. Konieczne jest wówczas „sprzedanie” części wpływu na zarządzanie za stosunkowo niski koszt, co daje niewiele pożytku spółce. Emisja akcji przy niskim kursie pociąga za sobą wyższy od dłużnego koszt kapitału. Małe przychody z emisji akcji mogą ograniczyć zamierzenia rozwojowe spółki, utrudniając osiągnięcie określonej stopy zwrotu, i tym samym przyczynić się do problemów z dalszym finansowaniem.

Zastosowanie kapitału obcego wiąże się z koniecznością obciążania rentowności kosztami obsługi długu oraz jego zwróceniem w terminie wykupu obligacji. Obligacje zamienne pozwalają na ograniczenie kosztów finansowych. Może to się okazać szczególnie istotne w warunkach rosnących stóp procentowych lub wysokiego stanu zadłużenia spółki. Ponadto przedsiębiorstwo może obniżyć wysokość oprocentowania emitowanych obligacji dzięki dołączeniu do nich wspomnianych praw dodatkowych [Das 2001, s. 402].

Można zatem wyróżnić dwie podstawowe sytuacje, kiedy emisja obligacji zamiennych może być dla podmiotu bardzo korzystna, a mianowicie: niedoszacowanie rynkowe akcji spółki oraz trudności z obsługą zadłużenia. Zastosowanie w obu przypadkach kapitału hybrydowego pomaga częściowo te problemy rozwiązać. Emitując obligacje zamienne w warunkach niskiej wyceny rynkowej, spółka może ustalić wartość konwersji na stosunkowo wysokim poziomie, co praktycznie oznacza emisję akcji po cenie wyższej od obowiązującej na rynku kapitałowym. Instrument może się zatem okazać niezwykle przydatny w warunkach giełdowej bessy. Z kolei emisja obligacji zamiennych w warunkach dużego zadłużenia spółki lub rosnących stóp procentowych pozwala na przerwanie zobowiązań odsetkowych w momencie konwersji oraz umożliwia umorzenie długu. Warto zauważyć, że obie przesłanki emisji mogą występować łącznie, a przedsiębiorstwo dysponuje spektrum możliwości optymalnego dostosowania charakteru oferowanych walorów do wymogów otoczenia. Ze względu na znacznie różne problemy związane z zarządzaniem długiem i kapitałem własnym dalsze rozważania skoncentrowano jedynie na aspektach pozyskiwania kapitału własnego, a szczególnie na rynkowych uwarunkowaniach decyzji o emisji obligacji zamiennych w kontekście potencjalnej emisji akcji.

3. Warunki rynkowe emisji obligacji zamiennych spółek sektora informatycznego na polskim rynku kapitałowym

W latach 1993-2006 przeprowadzono 55 emisji obligacji zamiennych dokonanych przez 44 podmioty. W analizowanej grupie emitentów najczęściej działa w branży informatycznej (11 emisji, 11 spółek), budownictwie (5 emisji, 4 spółki) oraz bankowości (5 emisji, 3 spółki). Ponieważ we wcześniejszych rozważaniach założono, że emisja obligacji zamiennych ma wiele zalet w warunkach niskiej wyceny rynkowej przedsiębiorstw, porównano liczbę emisji przeprowadzonych przez spółki informatyczne w kolejnych latach z roczną względną zmianą indeksu WIG-Informatyka, przyjmując w ten sposób określoną miarę koniunktury giełdowej (rys. 1).



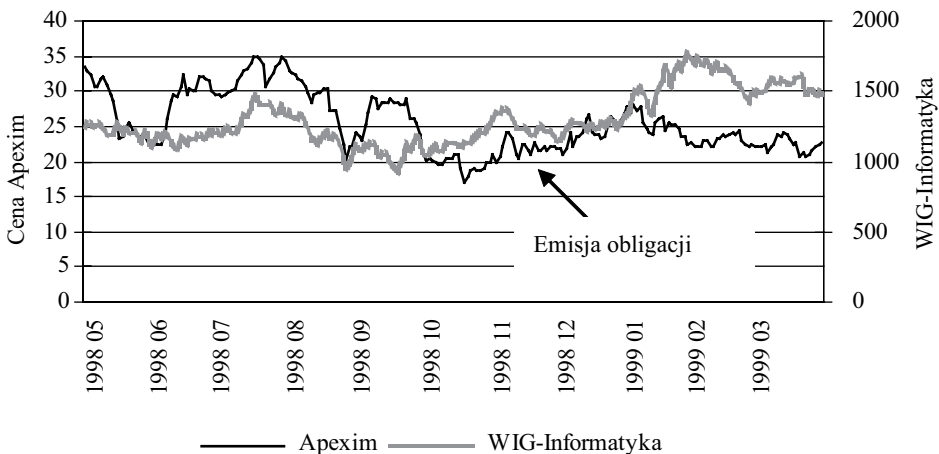
Rys. 1. Liczba emisji obligacji zamiennych informatycznych spółek publicznych na tle rocznej rentowności WIG-Informatyka w latach 1994-2006

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials [Internet 2] oraz „Gazety Parkiet” [Internet 1].

Na podstawie uzyskanego zestawienia trudno jednoznacznie wnioskować o zależności ogólnego poziomu cen akcji na giełdzie i wykorzystania tego stanu dla emisji obligacji zamiennych. Należy jednak zauważyć, że lata 1998 i 2001 to czas załamania się koniunktury giełdowej, a wtedy właśnie emisji jest najwięcej. Można przypuszczać, że emisja akcji w takich warunkach była nieopłacalna i czas ten był bardzo sprzyjający dla emisji obligacji zamiennych. Podstawowym problemem tej analizy jest jednak zbyt mała liczebność próby badawczej, przez co wnioski nie mogą być daleko idące. Z tego powodu przyjęto założenie o indywidualnych przesłankach rynkowych decyzji o emisji obligacji zamiennych. A zatem niska wycena spółki lub zła koniunktura na giełdzie powinny być powodem uzasadniającym emisję obligacji zamiennych. Ze względu jednak na fakt, że tylko kilka spółek z badanej

grupy było notowanych na rynku regulowanym, postanowiono indywidualnie rozpatrzeć wszystkie dostępne przypadki.

Pierwszej emisji obligacji zamiennych giełdowej spółki informatycznej dokonał Apexim SA w grudniu 1998 r. Jeśli przeanalizuje się wycenę rynkową emitenta w okresie półrocznym, poprzedzającym emisję, to można z łatwością zauważyć, że wskazany na wykresie (rys. 2) moment emisji obligacji zamiennych poprzedza istotny okres przeceny akcji spółki, które w szczytowym momencie kosztowały 35 zł, a tuż przed emisją osiągnęły poziom 17 zł. W tym samym czasie indeks spółek informatycznych także wykazywał dużą zmienność, oscylując między poziomami 926 a 1763. Wskazuje to na duże ryzyko emisji i inwestycji w akcje Apexim. Warto jednak zauważyć, że przed emisją obligacji zamiennych indeks sektora informatycznego wyraźnie wzrastał, co mogło sugerować poprawę koniunktury. W takich warunkach emisja obligacji zamiennych mogła przynieść oczekiwane rezultaty.

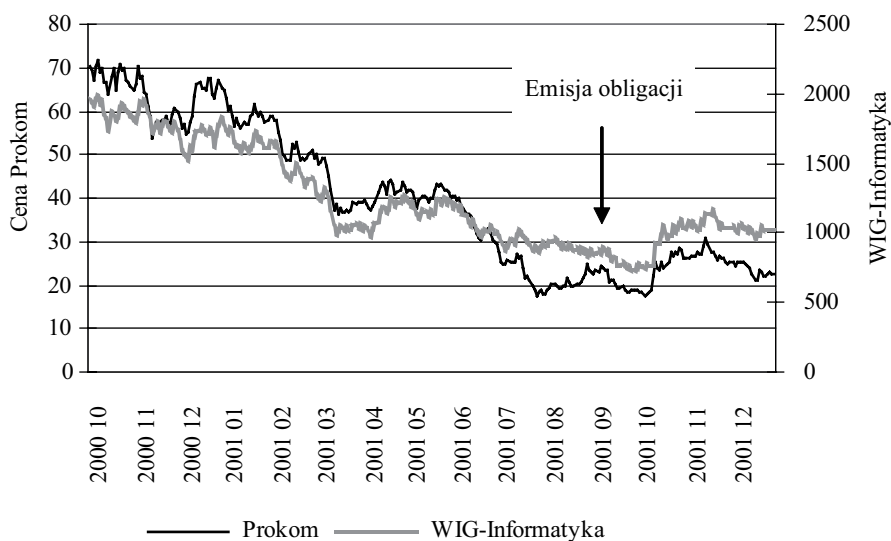


Rys. 2. Kształtowanie się cen akcji firmy Apexim SA i indeksu WIG-Informatyka w okresie 1.05.1998-31.03.1999 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials [Internet 2] oraz „Gazety Parkiet” [Internet 1].

Kolejnym przykładem emisji obligacji zamiennych przez spółkę informatyczną była emisja dokonana przez Prokom SA we wrześniu 2001 r. W tym przypadku ogólna sytuacja spółek informatycznych jako potencjalnych emitentów akcji była bardzo trudna. Od ponad roku trwała regularna przecena rynkowa całego sektora, spowodowana tzw. pęknięciem banki internetowej. Spółki informatyczne miały opinię zdecydowanie przewartościowanych i wszelkie próby pozyskania kapitału poprzez emisję akcji były w tym czasie obarczone wysokim ryzykiem niedostatecznej wyceny oferowanych walorów. Prokom SA był największą spółką w sektorze i

jego wycena znacznie wpływała na zachowanie indeksu WIG-Informatyka. Graficzna ilustracja poziomu cen akcji Prokomu i indeksu w tym czasie (rys. 3) wyraźnie jednak wskazuje na znacznie większą przecenę akcji w porównaniu z resztą branży. W badanym okresie rocznym, poprzedzającym emisję obligacji zamiennych przez Prokom SA, kurs akcji obniżył się z 71 zł do 17 zł. Analogiczna zmiana indeksu WIG-Informatyka dotyczy wartości 1983 i 731 punktów. Sytuacja spółki jako emitenta akcji wydawała się zatem trudna. Należy jednak zauważyć, że mniej więcej miesiąc przed decyzją o emisji obligacji zamiennych kurs akcji zaczął wzrastać wbrew trendowi cenowemu dla całego sektora. Mogło to być odczytane jako sygnał oceny rynkowego niedoszacowania spółki przez inwestorów, co sugerowało zatrzymanie dalszej przeceny. W takich warunkach prawdopodobieństwo wzrostu cen akcji jest większe i sprzyja tym samym emisji obligacji zamiennych. Jak się później okazało, moment emisji obligacji zamiennych wybrano właściwie, choć wysoko ustalona cena konwersji wymusiła na inwestorach ponaddwuletni czas oczekiwania na konwersję.

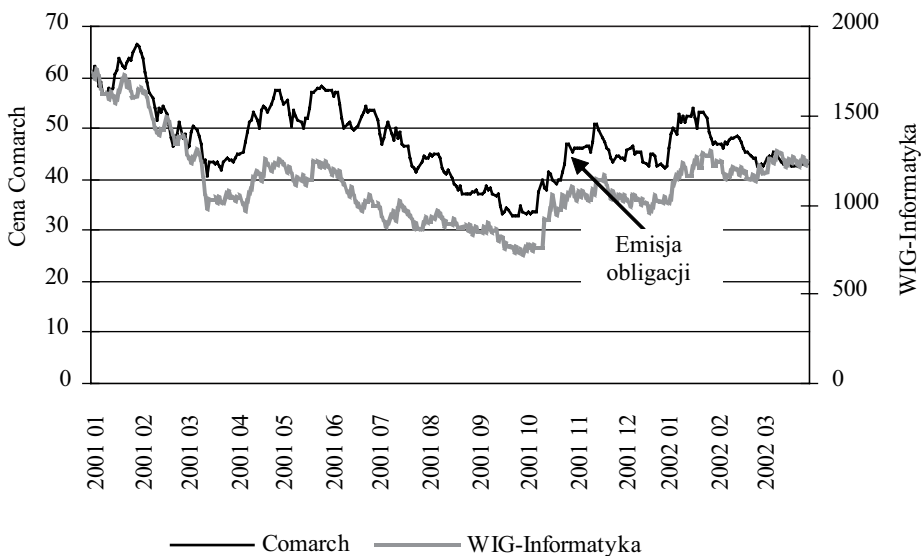


Rys. 3. Kształtowanie się cen akcji Prokomu SA i indeksu WIG-Informatyka w okresie 1.10.2000-31.12.2001 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials [Internet 2] oraz „Gazety Parkiet” [Internet 1].

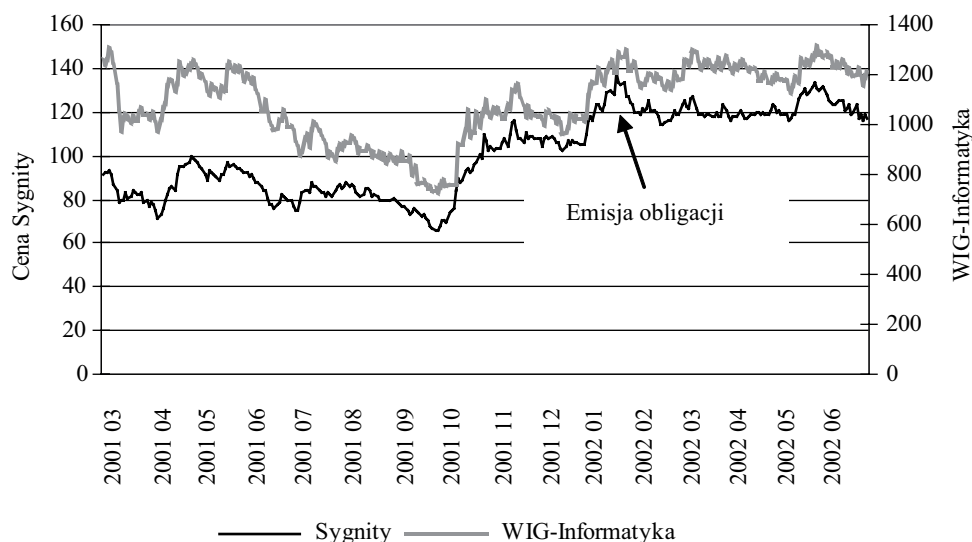
Trzy miesiące później, w grudniu 2001 r., kolejna spółka informatyczna – Comarch SA – wyemitowała obligacje zamienne. W tym przypadku rynkowe przesłanki wydają się podobne do tych, jakie towarzyszyły emisji Prokomu, choć można doszukać się kilku interesujących różnic. Podobna okazała się ogólna sytuacja ceno-

wa akcji spółek informatycznych. Po znacznej przecenie wszystkich spółek (zmiana indeksu WIG-Informatyka z poziomu 1755 do 731 punktów), w tym Comarchu, w listopadzie 2001 r. nastąpiła poprawa nastrojów zarówno wśród akcjonariuszy badanego podmiotu, jak i wśród pozostałych przedstawicieli sektora. Dlatego wydaje się, że władze Comarchu, uznawszy, iż dalsza zniżka notowań spółki jest mało prawdopodobna, podjęły decyzję o emisji obligacji zamiennych. W tym jednak przypadku wydaje się, że emitent czekał na rynkowy sygnał odwrócenia trendu i dopiero po trwającym jakiś czas wzroście wyemitował obligacje zamienne. Podstawowa różnica w przesłankach emisji między Prokodem a Comarchem leży w zasięgu analizy potencjalnych zmian cen akcji spółki. Prokom dokonał emisji w momencie wciąż złej wyceny spółek sektora, ale przy poprawiającej się wartości własnych walorów, co sugeruje przekonanie o własnym potencjale wzrostu. Comarch wyemitował obligacje zamienne dopiero po wzroście cen akcji całego sektora, tym samym opierając prawdopodobieństwo konwersji na ogólnej poprawie nastrojów na giełdzie. W tym wypadku poprzedzająca emisję przecena nie była tak znaczna jak Prokomu, bo akcje Comarchu w roku przez emisją potaniały z 66 zł do 32 zł, wielokrotnie zmieniając trend cenowy. Właśnie ta zmienność i niedostateczna przecena mogły być przyczyną konieczności potwierdzenia zmian koniunktury i decyzji o emisji obligacji zamiennych.



Rys. 4. Kształtowanie się cen akcji Comarchu SA i indeksu WIG-Informatyka w okresie 1.01.2001-31.03.2002 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials [Internet 2] oraz „Gazety Parkiet” [Internet 1].



Rys. 5. Kształtowanie się cen akcji spółki Sygnity SA i indeksu WIG-Informatyka w okresie 1.03.2001-30.06.2002 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials [Internet 2] oraz „Gazety Parkiet” [Internet 1].

W podobnych okolicznościach przeprowadziła emisję obligacji zamiennych kolejna spółka sektora informatycznego – Sygnity SA (rys. 5). W tym przypadku decyzja taka wydaje się dość ryzykowna, gdyż podjęto ją w warunkach relatywnie wysokiej wyceny spółki w stosunku do notowań z ostatniego roku. W czasie emisji obligacji zamiennych ceny akcji emitenta osiągały rekordowe poziomy, co znacznie różni przykład Sygnity od pozostałych podmiotów. Także wycena całej branży informatycznej od pewnego czasu wzrastała. Wydaje się zatem, że rynkową przesłanką emisji obligacji zamiennej był silny trend wzrostowy cen akcji spółki i reszty sektora. Ugruntowany, blisko półroczny optymizm inwestorów pozwalał przewidywać dalszy wzrost cen i tym samym uzasadniał potencjalną konwersję emitowanych obligacji zamiennych. Obserwując wycenę spółki do momentu emisji, odnosi się wrażenie znacznych możliwości aprecjacji kursu. W czasie spadku indeksu przecena cen akcji spółki była relatywnie mniejsza. Gdy trend się zmienił, potencjał wzrostu rynkowej wyceny Sygnity okazał się większy, co uzasadniało emisję obligacji zamiennych.

4. Wnioski

Przedstawione przykłady emisji obligacji zamiennych przez polskie spółki informatyczne notowane na GPW w Warszawie wydają się potwierdzać jedną z najważ-

niejszych przesłanek, dla jakich emituje się hybrydowe instrumenty dłużne – chęć podwyższenia kapitału własnego w drodze emisji akcji, w warunkach niekorzystnej wyceny rynkowej emitenta. Wszystkie badane przypadki miały miejsce w okresie niskiej wyceny spółek sektora informatycznego. Ujemna roczna zmiana indeksu sektorowego wskazuje na niezwykle trudny czas dla korzystnego plasowania nowej emisji akcji. W takich warunkach niezwykle pomocna może okazać się emisja obligacji zamiennych, dzięki której emitent „sprzeda” akcje przyszłej emisji po cenie wyższej od aktualnie obowiązującej na rynku. Konieczne jest jednak, aby inwestorzy byli przekonani o możliwości zrealizowania premii konwersji, a ta w dużej mierze zależy od aktualnych nastrojów na rynku.

Wydaje się, że nie należy emitować obligacji zamiennych w warunkach krótkoterminowych spadków, gdyż te mogą okazać się dłuższe, niż pierwotnie zakładano. Oferta obligacji zamiennych po długotrwałej przecenie akcji emitenta okazuje się bardziej uzasadniona, ze względu na atrakcyjną wycenę akcji i możliwości jej wzrostu. Także emisja obligacji zamiennych w trendzie wzrostowym wydaje się mieć uzasadnienie oparte na przeświadczeniu o dobrym nastroju na rynku, mogącym przedłużyć wzrost cen i tym samym umożliwić plasowanie hybrydowych instrumentów finansowych.

Nie bez znaczenia mogą okazać się ogólne nastroje na rynku. Przeświadczenie inwestorów o możliwych spadkach cen akcji czyni emisję obligacji zamiennych bezcelową. Z tego właśnie powodu emitenci zwracają uwagę na zmiany poziomów indeksów giełdowych, zwłaszcza charakteryzujących własne sektory. Przeprowadzone analizy zdają się potwierdzać związki między poziomem cen akcji emitenta obligacji zamiennych w momencie emisji a wartością indeksu sektorowego, niejednokrotnie wspierającego wzrostowy trend wyceny spółki. Można się w tym miejscu pokusić o przypuszczenie, że rynkową przesłanką emisji obligacji zamiennych jest przede wszystkim wzrost indeksu sektorowego lub czasem długotrwały spadek, gdy występuje on wraz z silną przeceną cen akcji spółki. W obu przypadkach rośnie prawdopodobieństwo wzrostu cen akcji, a zatem powstają warunki dla emisji obligacji zamiennych. W pierwszej sytuacji optymizm w wycenie spółki poparty jest trwającym optymizmem rynkowym, w drugiej zaś długotrwała bessa w sektorze, przy silnej przecenie emitenta obligacji, stwarza możliwości zmiany trendu.

Oczywiście przedstawione przykłady nie mogą być uznane za reprezentatywne, ale ich cechy wspólne oraz subtelne różnice wskazują na wieloraki charakter oceny sytuacji rynkowej w kontekście planowanej emisji obligacji zamiennych, po raz kolejny dowodząc ich znacznych możliwości aplikacyjnych i istotnej elastyczności.

Literatura

- Buczek S., *Obligacje zamienne – podstawowe parametry i rodzaje*, „Rynek Kapitałowy” 1999 nr 4
Das S., *Structured Products & Hybrid Securities*, John Wiley & Sons (Asia) Ltd., Singapore 2001.

Duliniec A., *Obligacje zamienne – hybrydowy instrument finansowania*, „Rynek Terminowy” 2003 nr 4.

Fabozzi J.F., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-PRESS, Warszawa 2000.

Nelken I., *Handbook of hybrid instruments*, John Wiley & Sons Ltd, Chinchester 2000.

Źródła internetowe

[1] www.parkiet.com.pl.

[2] www.securities.com.

MARKET CIRCUMSTANCES FOR CONVERTIBLE BONDS ISSUES BY ‘IT’ COMPANIES IN THE POLISH CAPITAL MARKET

Summary

Convertible bond can be a very flexible source of financing for the developing company. It makes shares issuing during the bear market time possible. Using convertible bond the company can avoid debt repayment. The goal of the article is to point out the main market circumstances for convertible bonds issues, made by Polish public companies from IT sector. The analysis implies that one of the most important reason to issue the convertible bonds is deep depreciation of bond issuer’s share price on the stock exchange. Such situation makes share price appreciation more probable and so do the conversion premium. Another factor determining the moment of issuing the convertibles seems to be the overall share price level and trend for the sector.