

Kowenanty dywidendowe na rynku obligacji Catalyst

Marek Pauka, Bogumiła Brycz*

Streszczenie: *Cel* – Koncepcja *empty shell*, opisana przez F. Blacka, polegająca na transferze wartości przez akcjonariuszy ze spółek – emitentów obligacji – dość dobrze opisuje wiele trudnych przypadków, które można było spotkać na rynku Catalyst w pierwszych latach jego rozwoju. Celem artykułu jest identyfikacja i analiza tzw. kowenantów dywidendowych.

Metodologia badania – Autorzy przeprowadzili badania jakościowe kowenantów zawartych w warunkach emisji obligacji z lat 2009–2013 oraz dokonali analizy struktury kowenantów przy wykorzystaniu metod statystycznych.

Wynik – W artykule przedstawiono obszary objęte kowenantami dywidendowymi. Porównano je z ewentualnymi możliwościami, którymi dysponują właściciele spółek – emitenci obligacji. Ostatecznie pokazano, iż ograniczenie ryzyka transferów za pomocą groźby aktywacji opcji *put* (prawa inwestorów do przedterminowego żądania odkupu obligacji) występuje przede wszystkim w formie ograniczenia w wypłatach dywidend oraz (rzadziej) w przeprowadzaniu skupu akcji własnych (*buy back*), co absolutnie nie zabezpiecza przed wydrenowaniem spółki z wartości. Autorzy wskazali brak powiązań pomiędzy poziomem zadłużenia i rentowności a stosowaniem kowenantów dywidendowych.

Oryginalność/wartość – Praca dotyczy problemu pomijanego dotychczas w badaniach empirycznych w Polsce, a jednocześnie bardzo ważnego zarówno z perspektywy teoretycznej, jak i praktycznej.

Słowa kluczowe: kowenanty, rynek obligacji, Catalyst, transfer wartości, teoria agencji

Wprowadzenie

Ryzyko transferów do właścicieli¹ kosztem wierzycieli stanowi znane od wielu lat zagrożenie dla inwestorów aktywnych na rynku obligacji. Wskazywał na nie już F. Black (Black 1976; Black, Scholes 1973) pisząc o *empty shell*, iż najłatwiejszy (choć skrajny) sposób na pozbycie się problemu z długiem to wytransferowanie aktywów w postaci dywidend. Wskazał on równocześnie, iż każde ograniczenie transferów do właścicieli poprawia sytuację wierzycieli/obligatariuszy. Jednym z możliwych rozwiązań jest wprowadzenie do warunków emisji ograniczeń dla działań zarządu, czyli tzw. kowenantów (por. Brycz i in. 2015b, s. 26).

* dr Marek Pauka, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych, e-mail: marek.pauka@ue.wroc.pl; dr Bogumiła Brycz, Politechnika Wrocławska, Wydział Informatyki i Zarządzania, e-mail: bogumiła.brycz@pwr.edu.pl.

¹ Termin „transfery do właścicieli” będzie rozumiany jako wypłaty dywidend i inne transfery wartości do właścicieli szczegółowo określone w drugim rozdziale artykułu.

Wydaje się, iż szczególnie zagrożone są młode, dynamicznie rozwijające się rynki, na których funkcjonują relatywnie niskie bariery wejścia oraz akceptacja podwyższonego ryzyka ze strony inwestorów, głównie skoncentrowanych na osiągnięciu wyższych stóp zwrotu. Stopy procentowe na rekordowo niskim poziomie są tu szczególnym bodźcem wzmacniającym skłonność do ryzyka.

Rynek Catalyst, prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych, wpisuje się w światowy trend udostępniania relatywnie mniejszym emitentom alternatywnego sposobu na pozyskanie kapitału poprzez rynki finansowe. Do tej pory naturalnym źródłem finansowania pierwszego wyboru były kapitały od właścicieli, a następnie kredyty bankowe i leasing. Większość średnich i małych spółek wprowadzających swoje obligacje na Catalyst pozyskuje finansowanie w ramach prywatnych emisji, aktywnie wspieranych przez doradców finansowych, wyspecjalizowanych w kontaktach z prywatnymi inwestorami. W takich warunkach kowenanty powinny odgrywać kluczową rolę w ograniczaniu ryzyka inwestycyjnego, ograniczając niepożądane przez obligatariuszy działania zarządu i właścicieli. Jednocześnie zaobserwowano na tym rynku coraz więcej problemów z naruszaniem praw inwestorów przez emitentów. Portal internetowy poświęcony rynkowi obligacji, *Obligacje.pl*, wyliczył, iż w okresie pomiędzy IV kwartałem 2013 a IV kwartałem 2015 roku problemy z regulowaniem zobowiązań na rynku Catalyst miało od ok. 15 do ok. 30% emitentów z grupy poniżej 10 mln zł (małe emisje) (Sadrak 2016). W komentarzu do tych wyników autorzy raportu wskazują, iż „o ile na świecie bankrutują firmy, które ponoszą ryzyko biznesowe związane obecnie z notowaniami surowców, o tyle w Polsce są to zwykle ordynarne defraudacje, które nie tylko nie są karane, ale znajdują wręcz naśladowców, o czym niestety wkrótce przekonamy się po raz kolejny” (Szweda 2016).

Celem artykułu jest dokonanie oceny, czy w przypadku emisji dopuszczonych do obrotu na rynku Catalyst kowenanty dywidendowe² można uznawać za efektywnie ograniczające ten rodzaj konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a obligatariuszami. Aby tego dokonać, przeanalizowano kowenanty stosowane przez emitentów na rynku Catalyst oraz dokonano oceny, czy poziom pokrywania ryzyka transferów do właścicieli przez kowenanty rośnie wraz ze wzrostem zadłużenia emitentów oraz czy poziom ten rośnie w sytuacji, gdy na rynku obligacje sprzedają emitenci z coraz niższą rentownością.

Bazując na informacjach zawartych w dokumentach informacyjnych dla poszczególnych emisji z lat 2009–2013, dokonano jakościowej oceny kowenantów dywidendowych. Publikacja ma oryginalny charakter ze względu na lukę w badaniach nad polskim rynkiem obligacji. W polskiej literaturze brak dotychczas badań na ten temat, co wynika z krótkiej historii rynku obligacji Catalyst³. Artykuł stanowi kontynuację cyklu, w ramach którego

² Na potrzeby artykułu kowenanty dywidendowe, podobnie jak w publikacjach zagranicznych, obejmują wszelkiego rodzaju ograniczenia albo zakazy działań zarządu dotyczące przekazywania środków pieniężnych lub innych aktywów właścicielom lub podmiotom z nimi powiązanym.

³ Skala dotychczas funkcjonującego publicznego rynku długu nie pozwalała na wyciągnięcie szerszych wniosków.

autorzy uporządkowali dotychczasową wiedzę dotyczącą obszarów badań nad kowenantami (Brycz i in. 2015b), wskazali na rolę kowenantów finansowych (Brycz i in. 2015a) oraz przeprowadzili analizę znaczenia kowenantów w wybranych branżach (Pauka, Śmieja 2013; Śmieja, Pauka 2013). Poza nimi temat podjęty został jedynie przez P. Niedziółkę (2014), który wskazał zastosowanie kowenantów w relacjach pomiędzy bankiem kredytodawcą a przedsiębiorstwami poszukującymi finansowania.

Publikacja składa się z dwóch rozdziałów. W pierwszym przedstawiono podstawy teoretyczne analizowanego zagadnienia. W rozdziale drugim najpierw opisano próbę i metodę badawczą, a następnie przeprowadzono analizę kowenantów pod kątem występowania ograniczeń w transferach do właścicieli – zbadano strukturę i częstotliwość występowania kowenantów dywidendowych dokonując ich oceny oraz zbadano, czy stosowanie tych kowenantów jest związane z poziomem zadłużenia i rentowności emitentów. Artykuł zamyka podsumowanie.

1. Teoria agencji i konflikt pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami

Jensen i Meckling (1976) rozwijając teorię agencji wskazywali, że w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo korzysta z długu, obok klasycznego konfliktu interesów między właścicielami i menedżerami pojawia się również konflikt między właścicielami i wierzycielami, bowiem ci pierwsi są skłonni do podejmowania działań zwiększających ich bogactwo kosztem wierzycieli. Jednocześnie zarządzający są skłonni do działań na korzyść właścicieli w przypadku, gdy dojdzie do takiego konfliktu. Można przytaczać wiele różnych przykładów tego typu działań, przy czym w literaturze najczęściej wyodrębnia się ich następujące grupy (zob. np. Smith, Warner 1979; Bradley, Roberts 2015):

- wypłaty dywidend (szerzej: transfery do właścicieli) – zwiększone wypłaty dywidend i inne transfery do właścicieli mogą prowadzić do spadku wartości długu, gdy na przykład ich źródłem finansowania jest wyprzedaż aktywów lub ograniczenie inwestycji,
- rozwodnienie zobowiązań – zaciąganie nowych zobowiązań finansowych o tym samym albo wyższym priorytecie w spłacie, co prowadzi do spadku wartości dotychczasowego długu,
- substytucja aktywów – wykorzystanie kapitału pozyskanego poprzez zaciągnięcie długu do finansowania projektów o wyższym ryzyku niż deklarowano przed jego zaciągnięciem,
- niedoinwestowanie – nierealizowanie projektów inwestycyjnych, które są opłacalne (dodatnie NPV), ale z realizacji których korzyści popłyną do wierzycieli,
- przeinwestowanie – nadmierne inwestowanie w projekty o ujemnym NPV, przynoszące korzyści zarządzającym lub wąskiej grupie właścicieli, ale nie tworzące wartości dla spółki.

Jensen i Meckling (1976) oraz Myers (1977) jako jedni z pierwszych wskazywali, że sposobem na ograniczenie konfliktu między właścicielami i wierzycielami są kowenanty,

czyli klauzule zabezpieczające, wbudowane w umowy z wierzycielami (np. obligatariuszami, pożyczkodawcami, kredytodawcami), które mogą przybierać formę zakazów ograniczających działania dłużnika, nakazów zobowiązujących dłużnika do określonych działań oraz mogą wskazywać zdarzenia, których wystąpienie powoduje określone konsekwencje dla dłużnika. Uwzględniając wymienione wcześniej obszary konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a wierzycielami, przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest pierwszy z wymienionych obszarów, czyli transfery do właścicieli i kowenanty mające na celu ograniczenie tego źródła konfliktu, gdyż jak podają Black i Scholes (1973, s. 651), gdy w skrajnym przypadku w zakresie polityki dywidend, firma sprzedaje wszystkie aktywa, a uzyskane wpływy przekaże właścicielom, wartość firmy i wartość dla wierzycieli spadnie do zera. Należy przy tym zauważyć, że kowenanty dywidendowe wpływają również na podejmowane działania w obszarze inwestycyjnym przedsiębiorstw. Już Myers (1977) wskazywał, że ograniczenia w wypłacie dywidendy, nałożone na samych siebie przez akcjonariuszy, są sposobem na ograniczenie ryzyka niedoinwestowania. Zdaniem autora, rozmiar ograniczeń w dywidendach skutkuje pozostawieniem gotówki w przedsiębiorstwach, która jest inwestowana w opłacalne projekty i skutkuje poprawą wyników operacyjnych. Jednak z drugiej strony, jak podaje Jensen (1986), nadmiar gotówki w rękach zarządu może prowadzić do podejmowania nieefektywnych inwestycji i obniżania przyszłych wyników. Smith i Warner (1979) oraz Kalay (1982) wskazywali, że dodatkowe inwestycje spowodowane ograniczeniami w dywidendach mogą łagodzić skutki niedoinwestowania lub pogorszyć efekty przeinwestowania. Poglębione badania w tym zakresie przeprowadzili Jung, Lee i Yang (2016) wykazując, że obecność kowenantów dywidendowych pozytywnie wpływa na wartość inwestycji, lecz negatywnie na przyszłe wyniki. Badania te dowiodły, iż jest to związane ze zwiększeniem ryzyka przeinwestowania, a jednocześnie, że nie zachodziło łagodzenie ryzyka niedoinwestowania.

Jeśli chodzi o skuteczność działania kowenantów dywidendowych, Myers (1977) zebrał kilka wątpliwości. Wskazał, iż takie rozwiązanie należy traktować jako niekompletne w ograniczaniu bodźców inwestycyjnych spowodowanych zaciąganiem długu, wymieniając następujące powody:

1. Wciąż (mimo kowenantów) będą występować koszty monitorowania, gdyż istnieje wiele możliwości, aby wytransferować kapitał do właścicieli. Jensen i Meckling (1976) wskazali, że takie transfery mogą przyjąć również formę niepieniężną.
2. Bodźce inwestycyjne wciąż pozostają nie do końca właściwe, nawet najlepsza strategia inwestycyjna z punktu widzenia akcjonariusza nie jest najlepsza według kryterium maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Właściciele preferują aktywa ryzykowne ponad bezpieczne, więc mogą odrzucić inwestycje bezpieczne choć wartościowe na korzyść tych ryzykownych ale z niskim lub nawet ujemnym poziomem NPV (por. Jensen, Meckling 1976; Galai, Masulis 1976).
3. Jeśli obowiązują ograniczenia w wypłacie dywidend, mogą one w pewnych niekorzystnych sytuacjach zmusić firmy do inwestowania w aktywa o negatywnym NPV,

gdzie w przypadku braku kowenantów nadwyżka gotówki została wypłacona do akcjonariuszy.

4. Ograniczenia dywidend są pomocne jedynie wtedy, gdy firma posiada bieżące nadwyżki, które potencjalnie mogłyby przeznaczać na wypłatę dywidend. W przypadku wystąpienia problemów, brak gotówki nie ma znaczenia wówczas, gdy nie ma dobrych okazji inwestycyjnych, które mogłyby uratować przedsiębiorstwo. Jednak w sytuacji, gdy takie możliwości istnieją, zarząd będzie chciał pozyskać kapitał od akcjonariuszy, a wówczas kowenanty będą ograniczać możliwość wyemitowania akcji (będą ograniczać atrakcyjność emisji akcji w oczach potencjalnych inwestorów).

Kalay (1982) uwzględnił w analizie mechanizmu oddziaływania kowenantów sposoby finansowania dywidend⁴ oraz na dużej i losowo wybranej próbie warunków emisji sprawdził przesłanki obecności kowenantów dywidendowych. Proponując koncepcję zasobu funduszy do wypłaty (*reservoir debt of payable funds*)⁵ wykazał, że skutki stosowania kowenantów zależą od tego, czy przedsiębiorstwo ma szansę realizować projekty o dodatnim NPV (ma do nich dostęp) oraz od tego, jak duże jest zadłużenie. Reisel (2014) wskazała, że firmy o dużym poziomie zadłużenia częściej zawierają w warunkach emisji kowenanty dywidendowe i kowenanty ograniczające zaciąganie dodatkowego długu. Nash i in. (2003) wskazali, że firmy o dużych możliwościach inwestycyjnych dążą do zachowania elastyczności w zakresie wypłat dywidend i emisji długu w przyszłości, dlatego rzadziej stosują kowenanty ograniczające swobodę decyzji w tym zakresie.

W polskiej literaturze brak badań na ten temat, co tłumaczyć można relatywnie krótką historią rynku obligacji Catalyst oraz utrudnieniami związanymi z dostępem do informacji, w szczególności brakiem wystandaryzowanych baz danych dotyczących warunków emisji.

2. Analiza kowenantów dywidendowych na polskim rynku obligacji

2.1. Opis próby i procedura badania

Badania zostały przeprowadzone dla emisji niebankowych obligacji korporacyjnych, które zostały wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst w okresie od uruchomienia rynku, czyli od 30 września 2009 roku do 31 marca 2013 roku. Z tak określonej pierwotnej próby badawczej, która obejmowała 318 serii wyemitowanych przez 136 spółki, wyeliminowano te serie, w których nie zastosowano kowenantów w warunkach emisji, jak również te, dla których nie udało się uzyskać szczegółowych danych dotyczących warunków emisji. Ostatecznie w badaniach uwzględniono 245 serii niebankowych obligacji korporacyjnych (77% wszystkich serii obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst) wyemitowanych przez

⁴ Podobny opis źródeł finansowania wypłaty dywidend został przedstawiony w pracy Pauka, Brycz (2011).

⁵ Kalay wyjaśnił, że chodzi o maksymalny poziom możliwych do wypłaty dywidend finansowanych długiem (*debt financed dividends*) albo środkami pochodzącymi ze sprzedaży aktywów lub zaoszczędzonych, bo nie wydanych na zaplanowane inwestycje (*investment financed dividends*), które można by w danym momencie wypłacić nie łamiąc najbardziej restrykcyjnych kowenantów dywidendowych (pośrednich i bezpośrednich).

112 przedsiębiorstw. Spośród analizowanych obligacji, 128 serii (wyemitowanych przez 61 emitentów) zawierało w warunkach emisji kowenanty dywidendowe.

Źródłem danych do badań były dokumenty informacyjne emitentów (prospekty emisyjne, dokumenty emisyjne lub noty informacyjne) pozyskane ze strony www.gpwcatalyst.pl oraz raporty bieżące i okresowe emitentów obligacji. Na podstawie tych źródeł ręcznie przygotowano bazę danych obejmującą kowenanty stosowane w warunkach emisji poszczególnych serii obligacji oraz dane finansowe dotyczące emitentów.

Kowenanty były poddane ocenie jakościowej przez autorów (podwójna ocena), a w sytuacji rozbieżnej oceny, uzgadniano wspólną ocenę. W ten sposób dokonano na początku identyfikacji i klasyfikacji obszarów transferów do właścicieli w warunkach polskich. Wykorzystując tę klasyfikację w dalszej części dokonano analizy jakościowej kowenantów spotykanych w warunkach polskich (w emisjach notowanych na rynku Catalyst). Pominęto w tym miejscu kowenanty, które pośrednio wpływają na poziom możliwych transferów, a które sprowadzić można do ograniczania możliwości zmniejszenia udziału kapitału własnego w strukturze pasywów, które były przedmiotem osobnej analizy (Brycz, Pauka, Śmieja 2015a). Przeprowadzono identyfikację rodzajów kowenantów, koncentrując się na grupie ograniczeń bezpośrednio dotyczących transferów do właścicieli. Następnie ustalono strukturę i częstotliwość występowania tych kowenantów oraz dokonano podziału emitentów/emisji według kryterium stosowania kowenantów dywidendowych. Ostatecznie porównano wskaźniki dotyczące zadłużenia i rentowności w grupach stosujących i niestosujących kowenanty dywidendowe.

2.2. Sposoby transferów do właścicieli i kowenanty dywidendowe

Kalay (1982) wskazał, że kowenanty dywidendowe można podzielić na bezpośrednie i pośrednie⁶. Przyjmując to kryterium w artykule skoncentrowano uwagę na kowenantach bezpośrednio blokujących transfery do akcjonariuszy. Wyróżnić można tu następujące sposoby transferów:

- a) dotyczące kapitału własnego:
 - wypłata dywidend lub inny sposób na wypłacenie poza spółkę zysku netto i zysków zatrzymanych z lat ubiegłych,
 - *buy back* i inne sposoby obniżenia kapitału poprzez gotówkowy zwrot kapitału własnego (innego niż zyski);
- b) dotyczące aktywów:
 - pożyczki udzielane podmiotom powiązanym,
 - zakupy aktywów od podmiotów powiązanych;

⁶ Częściowo problem został poruszony w artykule porządkującym dotychczasowe ujęcie klasyfikacyjne kowenantów (Brycz, Pauka, Śmieja 2015a).

c) dotyczące kosztów (i ewentualnie przychodów):

- zawyżanie kosztów i zaniżanie przychodów w transakcjach z podmiotami powiązanymi (ceny transferowe),
- dokonywanie wydatków na koszty, które nie znajdują racjonalnego uzasadnienia.

Na podstawie zidentyfikowanych rodzajów transferów do właścicieli, do analizy przyjęto następujące kategorie kowenantów dywidendowych:

- wypłata zysku,
- skup akcji własnych (gotówkowe obniżanie kapitału własnego),
- transakcje na aktywach:
 - nieruchomości,
 - aktywa finansowe (pożyczki, przejmowanie ryzyka zadłużenia, instrumenty finansowe podmiotów powiązanych),
 - pozostałe;
- transakcje dotyczące przychodów i kosztów:
 - ceny transferowe,
 - świadczenie usług, sprzedaż wyrobów gotowych.

W całej bazie zidentyfikowanych zostało około 2800 kowenantów, jednak tylko 247 można zakwalifikować do grupy bezpośrednich kowenantów dywidendowych. Spośród nich można wskazać kowenanty dotyczące:

- wypłaty zysku (135, tj. 55% wszystkich kowenantów dywidendowych),
- gotówkowego obniżania kapitału własnego (59,24%),
- transakcji na aktywach (31,12%),
- transakcji dotyczących przychodów i kosztów (12,5%),
- inne (10,4%).

Nieco ponad połowa obligacji zawiera w swoich warunkach kowenanty dywidendowe. Jeśli takie kowenanty występują, wszystkie zawierają ograniczenia dotyczące wypłaty dywidend. Jednak pozostałe możliwości transferów do właścicieli są ograniczane rzadko.

Kowenanty ograniczające wypłaty dywidend są mocno zróżnicowane. W zależności od fazy procedury prowadzącej do wypłaty dywidendy, mogą zablokować (lub ograniczyć) już samą propozycję zarządu dotyczącą wypłaty dywidend, uchwałę o podziale zysku podjętą na walnym zgromadzeniu lub dopiero wypłatę dywidendy. Podobne zróżnicowanie dotyczy sposobu wyrażania ograniczeń. Mogą one przyjmować postać limitów wartościowych albo względnych (jako procent zysku netto), ewentualnie postać formuły, bazującej na innych wskaźnikach (np. „iloczyn skonsolidowanego EBITDA przez różnicę pomiędzy 2,75 a Wskaźnikiem Dźwigni Finansowej”⁷). Ograniczenia mogą funkcjonować przez cały okres życia obligacji aż do jej wykupu, albo tylko w określonych latach. Możliwe jest również zawieszenie ograniczenia pod warunkiem, że zgodę wyrażą wszyscy obligatariusze. Wśród zidentyfikowanych różnic wskazać należy również sposób określenia transferów:

⁷ Warunki emisji dla serii MULTIMEDIA SA MMPO617.

część warunków emisji odnosi się precyzyjnie do zaliczek na dywidendy i dywidend, część tylko do dywidend, ale są i takie kowenanty, które szeroko ujmują ograniczenie, wskazując na jakiegokolwiek wypłaty do akcjonariuszy (i nie tylko) zmniejszające wypracowany zysk.

Druga najczęstsza grupa kowenantów dotyczy zwrotu kapitału własnego. We wszystkich przypadkach blokowaniu skupu akcji własnych towarzyszyło ograniczenie wypłat dywidend (zależność odwrotna nie wystąpiła), często ograniczenie to było przedstawiane razem z wypłatą dywidend. Również tu stosowane były różne formuły od bezwzględnego ograniczenia, przez ograniczenia względne (np. procent zysku netto) do bardziej wyrafinowanych sposobów (nawiązujących do pośredniego ograniczania transferów, zidentyfikowanych przez Kalaya), np. zezwalających na *buy back* pod warunkiem utrzymania na odpowiednim poziomie wskaźników struktury (przeciwdziałające nadmiernemu zadłużeniu). Jako że Kodeks spółek handlowych dopuszcza wiele możliwych celów skupowania akcji własnych, osłabienie tego kowenantu mogło polegać na wskazaniu listy celów, które były zabronione, np. zakaz skupowania akcji własnych w celu umorzenia. Również i w tym przypadku stosowano zróżnicowane określenia przy definiowaniu skupu. Najszersza wersja takiego kowenantu sprowadzała się do zakazu/ograniczenia wszelkich wypłat obniżających kapitał własny.

Trzecia grupa kowenantów dywidendowych koncentruje się na transakcjach na aktywach pomiędzy podmiotami powiązаныmi. Najczęściej dotyczyła udzielania pożyczek i transferu ryzyka lub wartości za pomocą innych instrumentów finansowych, zakupu aktywów udziałowych przez emitenta, czy też zakupu nieruchomości. Brak było natomiast blokady transakcji, których przedmiotem byłyby należności, zapasy czy inne niż nieruchomości środki trwałe albo wartości niematerialne i prawne. Kowenanty przybierały formę ograniczeń wartościowych (bezwzględnych) albo względnych (odnoszonych do wartości kapitałów własnych). Zróżnicowane były również aspekty formalne samego złamania czy nawet aktywowania kowenantu.

Tylko dwie spółki zastosowały ograniczenia w czwartym obszarze, tj. wprowadziły kowenanty dla:

- transakcji odbiegających od cen rynkowych/rzeczywistej wartości,
- świadczenia usług/sprzedazy produktów z podmiotami powiązаныmi (ceny transferowe),
- transakcji kupna towarów i usług, jeżeli takie towary lub usługi są zbędne dla prowadzenia działalności emitenta w zakresie profilu jego działalności.

Ograniczenia miały formę wartości bezwzględnych i towarzyszył temu kowenant dotyczący samego ujawniania tego typu transakcji (albo wyłącznie samego złamania kowenantu transferu).

Jako osobną grupę kowenantów można wskazać zapisy, które ze względu na swój poziom ogólności blokują większość zdarzeń z grupy trzeciej i czwartej. Takich kowenantów zidentyfikowano dziesięć.

W warunkach polskich (i nie tylko) kowenanty dotyczące wprost wypłaty dywidendy (i częściowo pozostałych obszarów) generują dodatkowe problemy związane z tym, że ostateczną decyzję o wypłacie dywidendy podejmują akcjonariusze, a konsekwencje złamania kowenantów obciążają zarząd emitenta. Ponadto większość obligacji notowanych na Catalyst ma charakter emisji prywatnych wspieranych przez pośredników nie będących domami maklerskimi ani bankami. Obligacje sprzedane w ramach takich emisji ostatecznie są wprowadzane w ramach rynku wtórnego na Catalyst. W efekcie występuje niski udział inwestorów instytucjonalnych i większe rozproszenie własności obligacji wśród mniejszych inwestorów, którzy są raczej biorcami warunków emisji. Zatem struktura i zakres kowenantów wynikają zazwyczaj z doświadczenia i potrzeb emitenta i doradcy finansowego wspierającego emisję, a nie z oczekiwań inwestorów.

Analizując obecność kowenantów dywidendowych w warunkach emisji nie należy zapominać o ich potencjalnie negatywnym oddziaływaniu na emitenta. Wskazać tu można następujące ograniczenia z tego wynikające:

- brak elastyczności w pozyskiwaniu kapitału własnego w skutek spadku atrakcyjności akcji w oczach inwestorów, ostatecznie zawężenie alternatywy w pozyskiwaniu kapitału,
- nadwyżka środków pieniężnych, jeśli powstaje, pozostaje w przedsiębiorstwie i wówczas pojawia się pytanie, w jaki sposób będzie inwestowana? Jeśli brak możliwości/pomysłów na efektywne inwestowanie, pojawia się ryzyko przeinwestowania, tj. lokowania nadmiaru gotówki w nieopłacalne projekty.

Podejmując się oceny kowenantów dywidendowych i ich wpływu na emitenta należy mieć na uwadze również fakt, że omawiana grupa kowenantów bardzo często wymaga, aby emitent raportował dodatkowe informacje inwestorom (szczególnie obligatariuszom), np. transakcje z podmiotami powiązanymi. Dlatego wzmocnienie skuteczności omawianej grupy kowenantów polega na wprowadzeniu obowiązku publikacji tego rodzaju informacji w ramach kolejnego kowenantu (tzw. *binding covenants*, por. Pauka, Śmieja 2013, s. 401). W praktyce polskiej przyjęło się stosować również rozwiązania polegające na braku aktywacji prawa obligatariuszy do przedterminowego wykupu z powodu złamania kowenantów w sytuacji cofnięcia w określonym czasie skutków zdarzeń, które wywołały złamanie kowenantu, co w istocie osłabia ich restrykcyjność.

Warto w tym miejscu podkreślić, iż tylko w przypadku jednej spółki zidentyfikowano pełen komplet kowenantów dywidendowych. Jednak jednoznacznie można stwierdzić, iż uczestnicy rynku znają te rozwiązania, gdyż w całej badanej próbie wystąpiły wszystkie możliwe rodzaje tych kowenantów.

2.3. Poziom zadłużenia i rentowności a poziom zabezpieczenia przed transferami do właścicieli

Aby sprawdzić, czy poziom rentowności i poziom zadłużenia wpływają na decyzję o zastosowaniu kowenantów dywidendowych, dokonano oceny istotności różnic między średnimi wartościami trzech wskaźników finansowych (zobowiązania do aktywów (D/A), rentowność aktywów na poziomie operacyjnym (ROA), rentowność kapitałów własnych (ROE) w emisjach, w których występują kowenanty dywidendowe i w emisjach, w których takie kowenanty nie występują. Wartości wskaźników zostały wyznaczone w oparciu o ostatnie dane roczne dostępne inwestorom podejmującym decyzję inwestycyjną na rynku pierwotnym.

Próby (warunki emisji) podzielono każdorazowo (dla każdego wskaźnika osobno) na emisje, w przypadku których w warunkach emisji uwzględniono kowenanty dywidendowe (obligacje z kowenantami dywidendowymi) oraz na te, które takich kowenantów nie zawierały (obligacje bez kowenantów dywidendowych). Dla każdej próby wyliczone zostały wskaźniki finansowe. Następnie po odrzuceniu przypadków skrajnych obliczone zostały podstawowe statystyki opisowe. W dalszym etapie do badania statystycznej istotności różnic między średnimi zastosowano zarówno test parametryczny jak i nieparametryczny (por. tab. 1).

Tabela 1

Wskaźniki zadłużenia i wskaźniki rentowności a obecność kowenantów dywidendowych

	N	Średnia	Mediana	Odch. stand.
Panel A: Zadłużenie (wskaźnik D/A)				
Obligacje z kowenantami dywidendowymi	110	0,5155	0,5747	0,2409
Obligacje bez kowenantów dywidendowych	112	0,5050	0,5689	0,2337
Obligacje ogółem	222	0,5102	0,5741	0,2368
p-value (test t)	0,7417			
p-value (test U Manna-Whitneya)	0,7595			
Panel B: Rentowność (wskaźnik ROA)				
Obligacje z kowenantami dywidendowymi	112	0,0570	0,0538	0,1196
Obligacje bez kowenantów dywidendowych	113	0,0770	0,0533	0,0967
Obligacje ogółem	225	0,0670	0,0533	0,1089
p-value (test t)	0,1701			
p-value (test U Manna-Whitneya)	0,2578			
Panel C: Rentowność (wskaźnik ROE)				
Obligacje z kowenantami dywidendowymi	102	0,1131	0,0826	0,2030
Obligacje bez kowenantów dywidendowych	112	0,1346	0,0855	0,1648
Obligacje ogółem	214	0,1244	0,0848	0,1839
p-value (test t)	0,3942			
p-value (test U Manna-Whitneya)	0,3966			

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki jednoznacznie wskazują, że średnie dla analizowanych wskaźników nie wykazują istotnych różnic. Oznacza to, iż brak jest podstawy do twierdzenia o istnieniu zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a stosowaniem (lub nie) kowenantów dywidendowych. Podobnie brak takiej zależności dla poziomu rentowności.

Można domniemywać, iż stosowane „zestawy kowenantów” nie są wynikiem analizy ryzyka poszczególnych emitentów i w kontekście przedstawionej procedury emisji obligacji większość warunków emisji nie podlega negocjowaniu przez inwestorów. Uwzględniając niewielkie znaczenie kowenantów dotyczących transferów innych niż wypłata dywidendy można postawić tezę, iż stosowane w Polsce kowenanty nie chronią przed ryzykiem transferów do akcjonariuszy.

Uwagi końcowe

Przeprowadzone badanie objęło 77% serii obligacji korporacyjnych wyemitowanych przez podmioty inne niż banki. Udało się zidentyfikować prawie wszystkie możliwe grupy kowenantów bezpośrednio ograniczających transfery do akcjonariuszy, ale tylko w przypadku jednej emisji ryzyko transferów było w pełni pokryte kowenantami. W próbie dominowały kowenanty ograniczające wypłatę dywidend. Pozostałe występowały zdecydowanie rzadziej. Autorzy wykazali też brak związku pomiędzy poziomem zadłużenia oraz poziomem rentowności a występowaniem kowenantów dywidendowych, czego można by się spodziewać, gdyby inwestorzy świadomie wpłynęli na warunki emisji.

Wskazana nieefektywność rynku może być jedną z przyczyn podwyższonego ryzyka defraudacji, na które od pewnego czasu analitycy i inwestorzy zwracają zwiększoną uwagę.

Literatura

- Black F. (1976). Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2 (2), 5–8.
- Black F., Scholes M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81 (3), 637–654.
- Bradley M., Roberts M.R. (2015). The structure and pricing of corporate debt covenants. *The Quarterly Journal of Finance*, 5 (2), 1550001(37).
- Brycz B., Pauka M., Śmieja N. (2015a). Structure and restrictiveness of financial covenants in bond contracts on Catalyst. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 862. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 75, 67–81.
- Brycz B., Pauka M., Śmieja N. (2015b). Znaczenie kowenantów na rynku obligacji korporacyjnych w teorii i w badaniach empirycznych – przegląd literatury. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 855. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 74 (t. 1), 23–34.
- Galai D., Masulis R.W. (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*, 3 (1), 53–81.
- Jensen M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323–329.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.
- Jung B., Lee W.J., Yang Y.S. (2015). The Impact of Dividend Covenants on Investment and Operating Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43 (3–4), 414–447.

- Kalay A. (1982). Dividend Constraints in Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 10, 211–233.
- Myers S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Nash R.C., Netter J.F., Poulsen A.B. (2003). Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, 9, 201–232.
- Niedziółka P. (2014). Zastosowanie kowenantów finansowych w bankowości korporacyjnej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 10 (934), 135–145.
- Pauka M., Brycz B. (2011). *Ocena polityki wypłat dywidend z wykorzystaniem rachunku przepływów pieniężnych – badania empiryczne*, Problemy Zarządzania, vol. 9, nr 4, t. 2, s. 32–40.
- Pauka M., Śmieja N. (2013). Zastosowanie kowenantów w warunkach emisji obligacji – badania empiryczne wśród emitentów z branży developerskiej w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 766. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 62, 399–409.
- Reisel N. (2014). On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251–268.
- Sdrak M. (2016). *Indeks Default Rate: Wskaźnik niewykupionych obligacji z Catalyst spadł do 3,1 proc. w I kw.* Pobrano z: [obligacje.pl](https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-wskaznik-niewykupionych-obligacji-z-catalyst-spadl-do-3-1-proc-w-i-kw), <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-wskaznik-niewykupionych-obligacji-z-catalyst-spadl-do-3-1-proc-w-i-kw> (30.04.2016).
- Smith C.W., Warner J.B. (1979). On financial contracting. An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117–161.
- Szweda E. (2016). *Podsumowanie tygodnia. Defaulty oswojone*. Pobrano z: [obligacje.pl](https://obligacje.pl/pl/a/podsumowanie-tygodnia-defaulty-oswojone), <https://obligacje.pl/pl/a/podsumowanie-tygodnia-defaulty-oswojone> (30.04.2016).
- Śmieja N., Pauka M. (2013). Analiza kowenantów w obligacjach korporacyjnych emitowanych przez niebankowe spółki z branży finansowej. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 47, 551–561.

DIVIDEND COVENANTS ON THE BOND MARKET CATALYST

Abstract: *Purpose* – the concept of “empty shell”, described by F. Black, involving the transfer of value by the shareholders from the companies – issuers of bonds fairly well characterizes many difficult cases that could be found on the Catalyst market in the first years of its development. The aim of this article is to identify and analysis dividend covenants.

Design/methodology/approach – authors conducted a qualitative research of covenants contained in the conditions of bond issued during period of 2009–2013 and analysed structure of covenants applying statistical methods.

Findings – the paper presents the areas covered by dividends covenants. They are compared with possible opportunities available to owners of companies – issuers of bonds. Finally it is shown that the mitigation of the value transfer risk through the threat of the activation of the put option (the right of investors to early requests to repurchase bonds) primarily includes reducing the dividend payments, and (rarely) limitation of buy back, which does not prevent from value draining. Authors show the lack of relations between level of debt (and profitability) and the use of direct dividend covenants.

Originality/value – The paper concerns the problem neglected so far in empirical research in Poland, and at the same time very important from the theoretical and practical perspective.

Keywords: covenants, bond market, Catalyst, value transfer, agency theory

Cytowanie

Pauka M., Brycz B. (2016). Kowenanty dywidendowe na rynku obligacji Catalyst. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 237–248. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-19.