

Damian Kaźmierczak
Jakub Marszałek
Uniwersytet Łódzki

CHARAKTERYSTYKA EMISJI OBLIGACJI ZAMIENNYCH Z OPCJĄ *RESET*

Wprowadzenie

Obligacje zamienne z opcją *reset* (*reset convertible bonds*, *resettable convertibles*) są szczególnym rodzajem obligacji zamiennych, które umożliwiają emitentowi modyfikację ich ceny lub współczynnika konwersji. Głównym motywem emisji tego rodzaju papierów wartościowych przez przedsiębiorstwa jest zachęcenie inwestorów do ich nabycia w okresie, gdy poziom cen akcji na giełdzie znajduje się na niskim poziomie. W terminie zapadalności obligatariusze decydują się na przeprowadzenie konwersji tylko wtedy, gdy cena walorów emitenta jest wyższa od ustalonej ceny konwersji. Okres *bessy* na giełdzie nie gwarantuje jednak, że warunek ten będzie spełniony. Wykorzystanie klauzuli *reset* umożliwia jednak taką modyfikację współczynnika lub ceny konwersji, że obligacje zamienne stają się dla inwestorów *in-the-money*, a ich zamiana na akcje emitenta będzie ekonomicznie uzasadniona.

Dotychczas badacze stosunkowo rzadko poruszali problematykę obligacji zamiennych z klauzulą *reset*. Głównym przedmiotem ich zainteresowań były metody wyceny tych instrumentów, która jest uzależniona od historycznej fluktuacji ceny akcji emitenta. Niniejszy artykuł podejmuje zagadnienie ogólnych uwarunkowań emisji *reset convertibles*. Z uwagi na znaczne zróżnicowanie sektorowe emitentów, analizie poddano jedynie czynniki makrootoczenia. Celem artykułu jest zdefiniowanie przesłanek emisji obligacji zamiennych z opcją *reset* na podstawie obserwacji dotychczasowej aktywności emitentów.

1. Istota obligacji zamiennych z opcją *reset*

Reset convertible bond jest obligacją zmienną, która w ściśle określonych terminach (*reset dates*) daje emitentowi prawo do zmiany niektórych jej paramet-

trów na wcześniej ustalonych przez strony umowy warunkach. Parametry, które mogą ulec modyfikacji to cena konwersji (*conversion price*) lub współczynnik konwersji (*conversion ratio*). Istota *resettable convertibles* polega więc na tym, że w momencie ich emisji obligatariusze nie znają dokładnej ceny lub współczynnika konwersji w terminie zapadalności, a ich wartość zależy bezpośrednio od zaistnienia pewnych uwarunkowań rynkowych w przyszłości. Cecha ta odróżnia je od zwykłych obligacji zamiennych, w których wszystkie parametry są precyzyjnie określone w warunkach emisji i nie mogą ulec żadnej zmianie bez względu na sytuację panującą na rynku.

Główną przesłanką emisji obligacji zamiennych typu *reset* jest zachęcenie inwestorów do ich nabycia, gdy cena akcji emitenta znajduje się na niskim poziomie. Tak długo, jak rynek znajduje się pod presją złych nastrojów, inwestorzy będą niechętnie nabywali obligacje zamienne, ponieważ przypuszczają, że ewentualne kolejne spadki cen spowodują, iż różnica między ceną konwersji a bieżącą ceną walorów będzie tak duża, że nabycie udziałów emitenta poprzez realizację opcji konwersji byłoby nieopłacalne¹. Obligatariusze w terminie zapadalności obligacji musieliby najprawdopodobniej zadowolić się jedynie wykupem ich wartości nominalnej przez emitenta. Opcja *reset* pozwala jednak na złagodzenie zbyt ostrożnego podejścia uczestników rynku. Odpowiednia modyfikacja ceny lub współczynnika konwersji spowoduje, że pomimo spadków cen akcji emitenta, obligacje zamienne ponownie stają się dla ich posiadaczy *in-the-money* lub w najgorszym przypadku znacznie minimalizują ich stratę.

Emisja *reset convertibles* może być także korzystna dla małych firm o dużym potencjale rozwoju, których nowo wyemitowane instrumenty są z reguły *out-of-the-money*. Wykorzystanie klauzuli *reset* oznaczałoby zwiększenie prawdopodobieństwa konwersji w terminie zapadalności długu, co umożliwiłoby podwyższenie kapitału własnego. Może to w istotnym stopniu zwiększyć ekonomiczne i finansowe możliwości przedsiębiorstwa².

Klauzula *reset* dotycząca zmiany ceny konwersji umożliwia modyfikację tego parametru w zależności od bieżącej rynkowej ceny walorów emitenta. Jej obniżenie sprawi, że obligacja zamienna w najbardziej optymistycznym scenariuszu staje się dla obligatariuszy *in-the-money* (tzw. *downward reset*). Zmniejszenie ceny konwersji ma jednak swoją dolną granicę (*floor*), czyli może być

¹ W terminie wykupu obligacja zamienna jest: (1) *in-the-money*, gdy cena akcji > cena konwersji; (2) *out-of-the-money*, gdy cena akcji < cena konwersji; (3) *at-the-money*, gdy cena akcji = cena konwersji.

² E. Yu, T. Shaw: *On The Valuation of Derivatives with Snapshot Reset Features*. „International Journal of Theoretical and Applied Finance” 2008, No. 11(8), s. 906.

przeprowadzone jedynie do określonego poziomu, co oznacza, że obligatariusze nie są w pełni chronieni przed ewentualnymi spadkami cen akcji.

Modyfikacja współczynnika konwersji, w przeciwieństwie do ceny konwersji, która prawie zawsze zmieniana jest w dół, odbywa się poprzez jego zwiększanie (tzw. *upward reset*). Emitent musi jednak brać pod uwagę konsekwencje większego rozwodnienia kapitału własnego w wyniku konwersji³.

Opcja *reset* wbudowana w obligację zamienną powoduje, że wycena *resettable convertibles* jest trudnym zadaniem. Przyczyniają się do tego, po pierwsze, przyszła cena konwersji, która nie jest początkowo znana i która jest determinowana przez historyczne ceny akcji emitenta w pewnym okresie. Wartość opcji *reset* zależy więc od fluktuacji cen instrumentu, na podstawie którego była emitowana (tzw. opcja „*path-dependent*”). Po drugie, wartość obligacji zależy od wspomnianego dolnego poziomu, do którego można obniżyć cenę konwersji (*floor*). Poza tym, wycena *resettable convertibles* w swojej istocie bazuje na dotychczasowym dorobku naukowym związanym z wyceną zwykłych obligacji zamiennych⁴.

Reset convertibles są przedmiotem rozważań także pod kątem teorii asymetrii informacji i związanego z nią tzw. problemu selekcji negatywnej (*adverse selection*). Modyfikując model Steina (1992) i wprowadzając do niego analizę obligacji zamiennych z klauzulą *reset*, Qiu i Zhang (2013) zauważyli, że decyzja o ewentualnej emisji *reset convertibles* w dużej mierze zależy od tzw. kosztów trudności finansowych (*costs of financial distress*) i kosztów płynności (*liquidity costs*). W celu uniknięcia kosztów trudności finansowych przedsiębiorstwa o złej kondycji finansowej (tzw. *bad firm*) będą decydowały się na emisję obligacji zwykłych, a spółki o stabilnej sytuacji ekonomicznej, chcąc odróżnić się od „złych firm”, zdecydowały się na emisję *reset convertibles*⁵.

³ T. Kimura, T. Shinohara: *Monte Carlo Analysis of Convertible Bonds with Reset Clauses*. „European Journal of Operational Research” 2006, No. 168, s. 309.

⁴ Kimura i Shinohara (2006) zaproponowali określenie wartości obligacji zamiennej z klauzulą *reset* za pomocą symulacji Monte Carlo. Każda obligacja zamienna jest w tym przypadku traktowana jako papier wartościowy złożony ze zwykłej obligacji i poszczególnych opcji w nią wbudowanych (np. *call*, *put* czy *reset*), co umożliwia jego dokładną wycenę za pomocą tej metody. Yang, Choi, Li, Yu (2010) rozwinęli powyższy model wprowadzając do swoich rozważań element rozwodnienia (*dilution*). Jiang i Siao (2012) dokonali z kolei modyfikacji modelu strukturalnego AFV, dodając do metody wyceny zwykłej obligacji zamiennej założenie, że posiada ona wbudowaną klauzulę *reset*.

⁵ W swoich rozważaniach Qiu i Zhang (2013) skoncentrowali się na dwóch typach emitentów: na spółce o dość mocnych fundamentach ekonomicznych, ale w której nie można całkowicie odrzucić prawdopodobieństwa bankructwa (nazwaną ją tzw. *good firm*, czyli „dobrą firmą”) oraz na przedsiębiorstwie, które w znacznej mierze jest zagrożone upadłością (tzw. *bad firm*; „zła firma”). Jeśli po emisji *reset convertibles* cena akcji emitenta znajduje na tak niskim poziomie, że niemożliwe będzie kolejne wykorzystanie klauzuli *reset* (czyli osiągnięta zostanie granica *floor*), to przedsiębiorstwo o złej kondycji ekonomicznej (*bad firm*) może stanąć w obliczu po-

Jeżeli jednak korzyści z wykorzystania opcji *reset* dla „złych podmiotów” przewyższą ewentualne koszty trudności finansowych, to istnieje duże prawdopodobieństwo, że mimo wszystko podejmą one decyzję o emisji *resettable convertibles*. Spowoduje to jednak, że „dobre spółki” będą chciały zasygnalizować swoją odmienną od „złych firm” i rozpoczną emisję zwykłych obligacji zamiennych, w których parametry emisji są dokładnie określone w warunkach emisji i nie mogą ulec zmianie (*fixed-price convertibles*). Zakładając następnie, że cena akcji spółki znajdzie się na niskim poziomie i obligacje zamienne będą dla inwestorów *out-of-the-money*, można przypuszczać, że nie zdecydują się oni na przeprowadzenie konwersji, a spółka będzie zmuszona do wykupienia wartości nominalnej posiadanych przez nich obligacji. Wystąpienie takiej sytuacji bardzo często wiąże się z likwidacją bądź sprzedażą niektórych aktywów przedsiębiorstwa, co generuje koszty płynności (*liquidity costs*). Jeśli okaże się jednak, że koszty płynności są dla dobrej firmy zbyt wysokie, a jednocześnie koszty trudności finansowych są przez „złą firmę” postrzegane za dość niskie, to zgodnie z założeniem teorii sygnałów złe przedsiębiorstwo będzie postępować podobnie jak dobre. Będzie to jednak skutkowało niedowartościowaniem aktywów dobrej firmy przez rynek, powstaniem problemu negatywnej selekcji i odrzuceniem przez nią projektów o dodatnim NPV. Zdaniem Qiu i Zhang (2013), jest to moment, w którym obie spółki podejmą decyzję o emisji *resettable convertible bonds*.

2. Charakterystyka emisji obligacji z opcją reset

W celu dokonania przeglądu warunków jakie towarzyszą emisjom obligacji zamiennych w klauzulą *reset* wykorzystano jedną z największych biznesowych baz danych poświęconych instrumentom dłużnym – bazę agencji Bloomberg. Badaniem objęto cały zakres czasowy bazy oraz emitentów ze wszystkich krajów. Dzięki temu uzyskano zbiorowość 7293 emisji obligacji zamiennych z klauzulą *reset*, wprowadzonych na rynek w latach 1983-2013, przez podmioty zarejestrowane w 43 krajach. Strukturę geograficzną najważniejszych emitentów przedstawiono w tabeli 1.

niesienia tzw. kosztów trudności finansowych. Zdaniem autorów spowoduje to, że takie przedsiębiorstwa nie będą wykorzystywać obligacji zamiennych z klauzulą *reset* i będą bardziej skłonne do pozyskania kapitału poprzez emisję akcji zwykłych. Aby odróżnić się od „złych podmiotów” na rynku kapitałowym „dobre spółki” (*good firms*), zdecydują się wówczas na emisję *resettable convertibles*.

Tabela 1

Struktura emisji obligacji zamiennych z klauzulą *reset*
w ujęciu geograficznym w latach 1983-2013

Terytorium	Liczba emisji	Udział w ogóle emisji (%)
Jersey	2362	32,4
Holandia	2307	31,6
Wielka Brytania	772	10,6
Austria	423	5,8
Niemcy	410	5,6
Luksemburg	220	3,0
Australia	147	2,0
Stany Zjednoczone	118	1,6
Guernsey	112	1,5
Kanada	76	1,0
Pozostałe kraje	346	4,7

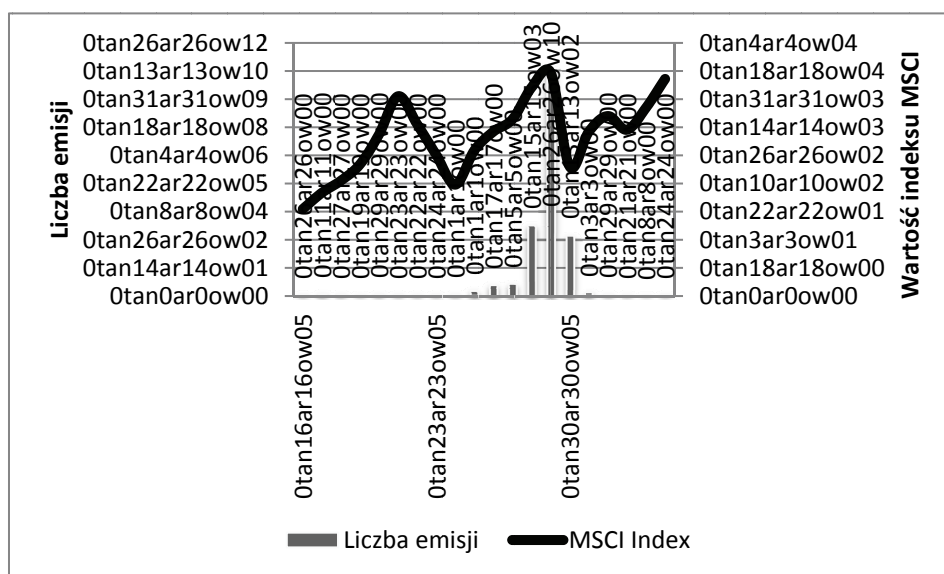
Źródło: Bloomberg.

Uwagę niewątpliwie zwraca fakt dużej ilości emisji przeprowadzonych na terytoriach zależnych, takich jak Jersey, Guernsey czy niewymienionych w tabeli 1 Kajmanach (44 emisje) lub Curacao (37 emisji), w których emitenci posiadają swoje siedziby. Wyemitowano tam więcej tego typu obligacji niż we Francji (36 emisji), Włoszech (17 emisji) czy Japonii (10 emisji). Cechą, która łączy te obszary gospodarcze z Holandią czy Luksemburgiem jest występowanie mało restrykcyjnego systemu podatkowego, który sprzyja optymalizacji obciążeń podatkowych, zwłaszcza w przypadku grup kapitałowych. Pozwala to zatem przypuszczać, że faktyczną przesłanką emisji długu hybrydowego z klauzulą *reset* może być chęć optymalizacji podatkowej, a nie podwyższenie kapitału własnego, np. w warunkach dekonjunkury. Hipotezę tę potwierdza analiza zależności pomiędzy ilością wyemitowanych obligacji a poziomem cen na giełdzie.

Na rys. 1 przedstawiono aktywność emitentów w ciągu ostatnich dwóch dekad w porównaniu ze zmianami cen na światowych rynkach akcji⁶. Łatwo można zauważyć, że zmianom indeksu MSCI nie towarzyszą zmiany liczby wyemitowanych instrumentów. Koniunktura nie musi być zatem przesłanką tej formy finansowania i wbrew ogólnie przyjętemu założeniu większość emisji obligacji zamiennych z klauzulą *reset* wcale nie przypada na okres bessy. Okazuje się, że silny wzrost emisji obserwuje się w latach 2006-2008, czyli w momencie

⁶ Przed 1994 r. wyemitowano zaledwie 37 obligacji, co stanowi 0,5% ogółu. Miarę koniunktury na rynku akcji na świecie przyjęto wartość indeksu MSCI dla dużych i średnich przedsiębiorstw. Uzasadnieniem takiego wyboru jest powszechne wykorzystanie indeksów MSCI w praktyce brokerskiej i częste powoływanie się na nie przez najważniejsze ośrodki analizujące koniunkturę światową.

szczytu koniunktury gospodarczej na giełdzie. W tym okresie na rynek trafiło 87% wszystkich obligacji uplasowanych na rynku, a w samym 2007 r. aż 55% ogółu. Euforia panująca na rynku sprawiła, że instytucje finansowe, zwłaszcza banki, prowadziły bardzo ekspansywną politykę kredytową, która znajdowała poparcie w działaniach banków centralnych i organach nadzoru finansowego. Niski poziom stóp procentowych i zjawisko *carry trade* dodatkowo zachęcały do zwiększania zobowiązań. W takich warunkach elastyczny instrument dłużny, który w razie trudności można zamienić na akcje niemal w każdych warunkach, wydaje się idealnym źródłem finansowania.



Rys. 1. Liczba emisji obligacji zamiennych z klauzulą *reset* a wartość indeksu MSCI w latach 1994-2013

Źródło: Bloomberg. www.msci.com

Tabela 2

Podział sektorowy emitentów obligacji zamiennych z klauzulą *reset* w latach 1983-2013

Sektor	Liczba emisji	Udział w ogóle emisji (%)
Finansowy, w tym:	7103	97,4
banki	3608	49,5
usługi finansowe	3419	46,9
Niefinansowy, w tym:	190	2,6
przemysł spożywczy	30	0,4
informatyka	15	0,2
nieruchomości	13	0,2
przemysł wydobywczy	11	0,2

Źródło: Ibid.

Dane zawarte w tabeli 2 jednoznacznie potwierdzają przypuszczenia o finansowym pochodzeniu obligacji z opcją *reset*. Niemal wszystkie emisje tych papierów wartościowych przeprowadzone w latach 1983-2013 zostały uplasowane przez banki lub podmioty sektora finansowego, które, co ciekawe, dzielą rynek niemal po połowie. Przedsiębiorstwa z innych sektorów są praktycznie niezauważalne i łącznie wyemitowały 2,6% wszystkich obligacji. Warto jednak zaznaczyć, że rynek obligacji zamiennych plasowanych przez podmioty sektora finansowego nie jest w pełni przejrzysty.

Tabela 3

Waluta emitowanych obligacji zamiennych z klauzulą *reset* w latach 1983-2013

Waluta	Liczba emisji	Udział w ogóle emisji (%)
USD	4378	60,0
EUR*	855	11,7
JPY	752	10,3
HKD	487	6,7
SGD	275	3,8
GBP	115	1,6
AUD	100	1,4
inne	331	4,5

* Nie uwzględnia emisji przed wprowadzeniem euro.

Źródło: Ibid.

Wiele podmiotów emituje obligacje na zlecenie swoich klientów, przez co trudno określić, jak dużą część obserwowanych emisji stanowią realizowane na własny rachunek, a ile na zlecenie innego przedsiębiorstwa, często z sektora niefinansowego. Ilustracją tego zagadnienia może być analiza struktury walut, w których zdenominowano walory (tabela 3). Można dostrzec wyraźną odmienność wykorzystanych walut od tych, które wykorzystuje się w krajach pochodzenia emitentów. Szczególnie interesująca, zwłaszcza w kontekście wniosków z tabeli 1, wydaje się zauważalna grupa emisji w walutach krajów dalekowschodniej Azji (łącznie 20,7% ogółu), co po raz kolejny dowodzi wykorzystania obligacji zamiennych z opcją *reset* do celów podatkowych.

Tabela 4

Rating Moody's* obligacji zamiennych z klauzulą *reset* w latach 1983-2013

Rating	Liczba emisji	Udział w ogóle emisji (%)
Grupa A, w tym	426	5,8
Aa3	213	2,9
Grupa B	19	0,2
Brak	6835	93,6

* W momencie emisji obligacji zamiennych.

Źródło: Ibid.

Potwierdzenia przypuszczeń o małej przejrzystości tego rynku można odnaleźć w analizie ratingu oferowanych walorów (tabela 4). Niemal wszystkie obligacje nie miały nadanego ratingu, mimo że oficjalnie emitowały je instytucje finansowe. Ciekawe jest także, że instrumenty posiadające rating są wysoko sklasyfikowane pod tym względem. Niemal 3% obligacji ma najwyższy rating, a najniższy obserwowany jedynie w czterech przypadkach jest Ba1. Można zatem uznać, że są to obligacje wiarygodne. Brak ratingu dla reszty walorów niewątpliwie determinował ich rentowność, ale w obliczu możliwej do wykonania opcji *reset* wydaje się to mało znaczące. Znaczenie opcji *reset* można odnaleźć także dzięki analizie rodzaju zapadalności obligacji. W przypadku 6461 emisji *reset convertibles* w latach 1983-2013 (88,6% ogółu) wykorzystano tradycyjną opcję zamiany długu na akcje, a 710 emisji (9,7% ogółu) zrealizowano na podstawie opcji przedterminowego umorzenia na wniosek emitenta (*call*). Opcja *put* wykorzystana była jedynie w przypadku 3 emisji, co potwierdza przypuszczenia o stosowaniu *resettables* jako elastycznego narzędzia finansowania determinowanego wolą emitenta, a nie obligatariuszy. Opcje *call* i *put* wbudowane w obligację zamienną jednocześnie wystąpiły w 73 emisjach (1% ogółu). Stosunkowo prosta konstrukcja obligacji zamiennych z opcją *reset* ma także odzwierciedlenie w zastosowanym mechanizmie kuponowym – w 6847 emisjach (93,9% ogółu) zastosowano zmienne oprocentowanie, a w 412 przypadkach (5,6% ogółu) kupon jest zmienny, ale indeksowany. Jedynie 7 emisji ma kupon stały.

Podsumowanie

Obligacje zamienne z klauzulą *reset* mogą być atrakcyjnym narzędziem finansowania dzięki zmiennym warunkom konwersji długu na akcje. Pozwala to na przeprowadzenie emisji w praktycznie każdych warunkach koniunktury gospodarczej. Jednak rezultaty przeprowadzonej w niniejszym opracowaniu analizy pokazały, że głównym motywem ich wykorzystania nie są uwarunkowania rynkowe. Przede wszystkim wystąpiła silna koncentracja podaży tych instrumentów w krótkim czasie, mimo że są one obecne na rynku od ponad dwóch dekad. Największa ilość emisji przypadła na lata 2006-2008, czyli na okres szczytu hossy na rynkach światowych. Oznacza to, że *reset convertibles* nie zyskują na popularności jedynie w okresie spadków cen akcji. W dodatku zostały one uplasowane przez bardzo wąską sektorowo grupę podmiotów, głównie na terytoriach zależnych (np. Jersey czy Guernsey), w których emitenci posiadają swoje siedziby, i charakteryzujących się niskim stopniem fiskalizmu. Wreszcie, zdecy-

dowanej większości obligacji nie nadano ratingu i choć z pewnością miało wpływ na wyższą rentowność w porównaniu z adekwatnymi instrumentami ocenionymi przez agencje ratingowe, to może to świadczyć o chęci wykorzystania tego rodzaju instrumentów do optymalizacji podatkowej. Analiza warunków emisji obligacji zamiennych z opcją *reset* wykazała, że instrument ten okazał się szczególnie przydatny w warunkach wysokiej wyceny akcji emitenta, gdy maleje prawdopodobieństwo opłacalnej konwersji. Okazuje się, że obligacje tego typu mogą umożliwić elastyczne zarządzanie kosztami finansowymi z tytułu kuponu, a więc są podstawą opodatkowania. Dzięki zmiennym warunkom konwersji możliwe jest oddziaływanie na wycenę komponentu dłużnego obligacji. Instrumenty tego typu są jednak bardzo surowo traktowane przez agencje ratingowe, co skutkuje wyższą rentownością i często wyższym kuponem⁷. Tylko najbardziej wiarygodni emitenci występują zatem o nadanie ratingu. Wówczas opłacalne jest uplasowanie ich na rynku pozwalającym na maksymalne korzyści podatkowe. Może to być zrealizowane za pomocą powołanej do tego spółki celowej lub za pośrednictwem wyspecjalizowanego podmiotu sektora finansowego. W ten sposób można wytłumaczyć nietypową charakterystykę emisji obligacji zamiennych z opcją *reset*. Trudno jednak przesądzać jaki rodzaj podmiotu – o dobrej kondycji finansowej lub złej – partycypował w analizowanym rynku instrumentów dłużonych.

Bibliografia

- Equity Credit For Corporate Hybrid Securities*. www.standardandpoors.com.
- Jiang I.-M., Wei-Wei Shiao W.-W.: *Research on The Risky Convertible Bond With Reset Clause: An Application of Finite Difference Method*. „Investment Management and Financial Innovations” 2012, No. 9(2).
- Kimura T., Shinohara T.: *Monte Carlo Analysis of Convertible Bonds with Reset Clauses*. „European Journal of Operational Research” 2006, No. 168.
- Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure* (2008). Moody's New Instruments Committee and Fundamental Credit Committee, March 2008. www.moody.com
- Qiu J., Zhang Y.: *Convertible Bonds with Resettable Conversion Prices*. „Economic Modelling” 2013, No. 31.

⁷ *Treatment and Notching of Hybrids in Nonfinancial Corporate and REIT Credit Analysis. Sector-Specific Criteria* (2012), Fitch Rating, 13 December 2012. www.fitchratings.com; *Equity Credit For Corporate Hybrid Securities*. www.standardandpoors.com; *Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure* (2008), Moody's New Instruments Committee and Fundamental Credit Committee, March 2008. www.moody.com

- Stein C.: *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*. „Journal of Financial Economics” 1992, No. 32(1).
- Treatment and Notching of Hybrids in Nonfinancial Corporate and REIT Credit Analysis. Sector-Specific Criteria* (2012). Fitch Rating, 13 December 2012. www.fitchratings.com
- Yang J., Choi Y., Li S., Yu J.: *A Note on Monte Carlo Analysis of Convertible Bonds with Reset Clause*. „European Journal of Operational Research” 2010, No. 200.
- Yu E., Shaw T.: *On The Valuation of Derivatives with Snapshot Reset Features*. „International Journal of Theoretical and Applied Finance” 2008, No. 11(8).

THE CHARACTERISTICS OF RESETTABLE CONVERTIBLE BONDS ISSUANCE

Summary

A possibility of modifying a conversion price or a conversion ratio within a maturity period makes *resettable convertible bonds* an attractive source of capital. The aim of this article is to present the essence of *reset convertibles* and to define the premises of their issuance by analyzing previous activities of their issuers. It turns out that a possible motive of using *reset convertibles* may be a tax optimization, not a willingness to increase the equity during an economic turmoil. They were issued mainly by banks and financial institutions, especially in the countries with a lower level of fiscalism. Furthermore, the highest supply of *resettables* falls to a period of a market boom (2006-2008), when they seem to be the most beneficial for their issuers.