

# Obligacje zamienne na surowce – aspekt prawny

## Legal aspects of raw materials convertible bonds



*Dr inż. Robert Ranosz\**



*Sebastian Rożek\*\**

**Treść:** Artykuł został poświęcony obligacjom zamiennym na surowce. Artykuł składa się z czterech części: wstępu, istoty obligacji oraz ich podziału, analizy obligacji zamiennych na surowce, podsumowania oraz spisu literatury. W części poświęconej istocie obligacji oraz ich podziałowi dokonano ogólnej charakterystyki omawianego instrumentu dłużnego. Istotą prezentowanego artykułu jest rozważenie możliwości emisji obligacji zamiennych na surowce pod kątem uwarunkowań prawnych. Aspekt ten został poruszony w trzeciej części opracowania, która poza analizą prawną, zawiera również krótką charakterystykę obligacji zamiennych na surowce oraz przedstawienie ich zalet w konfrontacji z kredytami bankowymi oraz obligacjami zamiennymi na akcje. W ostatniej części artykułu dokonano podsumowania całości opracowania w kontekście korzyści stwarzanych przez możliwość emisji obligacji zamiennych na surowce przez przedsiębiorstwa górnicze.

**Abstract:** This paper is dedicated to the raw materials convertible bonds. It consists of four parts: introduction, the essence of bonds and their classification, analysis of raw materials convertible bonds, summary and list of references. In fact, the section on the bonds and their classification is a general description of this debt instrument. The essence of this paper is to consider the legal requirements for the possibility of issuing bonds convertible into raw materials. This aspect is discussed in the third part of the study, which in addition to the legal analysis includes a brief description of raw materials convertible bonds and presents their advantages in the face of bank loans and bonds convertible into shares. The final section summarizes the discussed issue in the context of benefits arising from the possibility of issuing bonds convertible into raw materials by mining companies.

### **Słowa kluczowe:**

*obligacje, obligacje zamienne, prawo, ustawa o obligacjach*

### **Key words:**

*bonds, convertible bonds, the law, the Law on Bonds*

## **1. Wprowadzenie**

Przedmiotem niniejszego artykułu jest analiza ustawy o obligacjach, pod kątem możliwości emisji dłużnych papierów wartościowych przez przedsiębiorstwa górnicze. Sam fakt emisji obligacji przez poszczególne jednostki zajmujące się eksploatacją surowców naturalnych nie jest niczym szczególnym, a procedura je obowiązująca jest jednakowa dla wszystkich uczestników rynku. Sytuacja ulega zmianie w przypadku obligacji, które mają wbudowaną opcję, którą najczęściej jest możliwość zamiany obligacji na papiery wartościowe w postaci akcji, zdefiniowanej w ustawie jako obligacje zamienne. Zdaniem autorów niniejszego opracowania wbudowaną opcją w obligacje mogą być również zapasy,

a zatem w przypadku przedsiębiorstw górniczych – może to być eksploatowany przez nie surowiec. Funkcję opcji w obligacji może pełnić również planowana produkcja.

Możliwość zastąpienia przedmiotu zamiany z akcji na surowce stwarza nowe możliwości w kontekście np. zabezpieczenia sprzedaży surowca w planowanych górniczych projektach inwestycyjnych oraz zabezpieczenia wielkości dostarczanego surowca np. w postaci węgla kamiennego do elektrowni. Cechą odróżniającą obligacje zamienne na surowce od tych zamiennych na akcje jest fakt, iż w przypadku konwersji praw z obligacji na surowce, nie dojdzie do zmiany w zakresie struktury akcjonariatu – co jest możliwe w przypadku emisji obligacji zamiennych na akcje. Ustawa o obligacjach nie precyzuje jednak, czy taka możliwość występuje oraz czy są związane z nią jakieś ograniczenia.

W przypadku wystąpienia w ramach obowiązującego prawa możliwości emisji obligacji zamiennych na surowce po-

\* ) AGH w Krakowie \*\* ) Kancelaria Radcy Prawnego

siadane lub planowane, przedsiębiorstwa górnicze uzyskiwałyby dodatkowy instrument pozwalający na łatwiejsze pozyskanie kapitału na inwestycje oraz na zmniejszenie kosztu kapitału obcego. Wydaje się to być szczególnie istotne z punktu widzenia przyjętej przez przedsiębiorstwa górnicze polityki, opartej w głównej mierze na działaniach służących wzrostowi/podwyższaniu/umacnianiu wartości dla właścicieli [5].

Przeprowadzona analiza prawna podjętego przedmiotu rozważań pozwala stwierdzić, że ustawa o obligacjach dopuszcza możliwość emisji obligacji zamiennych na surowce eksploatowane przez przedsiębiorstwa górnicze. W miejscu tym należy zaznaczyć, iż każda seria obligacji jest indywidualnym procesem dla każdej jednostki planującej pozyskać kapitał obcy w procesie emisji dłużnych papierów wartościowych.

## 2. Istota obligacji oraz ich podział

Definicja obligacji została sformułowana w art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, tj. Dz.U. 2001, Nr 120, poz. 1300 ze zm. (zwanej dalej Ustawą o obligacjach). Zgodnie z powołanym przepisem, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Z definicji tej można wywieść trzy podstawowe cechy, które charakteryzują obligacje, a mianowicie:

- 1 Obligacja jest papierem wartościowym.
- 2 Prawa ucieleśnione w obligacji są wierzytelnościami.
- 3 Obligacja emitowana jest w serii [2].

Z istoty papieru wartościowego wynika, iż obowiązek świadczenia istnieje w stosunku do tego, kto prawnie legitymuje się obligacją. W związku z tym, do egzekucji praw wynikających z obligacji również wymagane jest posiadanie tych papierów wartościowych. W literaturze przedmiotu wskazuje się, iż obligacje są papierami wartościowymi o charakterze konstytutywnym, co oznacza, iż prawa z nich powstają dopiero z chwilą wyemitowania obligacji przez emitenta. W przypadku obligacji mających formę dokumentu, prawa z obligacji powstaną zatem z chwilą wystawienia dokumentu. W przypadku zaś obligacji zdematerializowanych, prawa inkorporowane w obligacji powstaną dopiero z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu w ewidencji i przysługują osobie w niej wskazanej jako posiadacz tych obligacji (Art. 5a ust. 1 i 2 Ustawy o obligacjach).

Obligacje zalicza się do papierów wartościowych o charakterze dłużnym. Z istoty obligacji wynika bowiem, iż kreują one stosunek zobowiązaniowy, w którym emitent jest dłużnikiem, a posiadacz obligacji (obligatariusz) wierzycielem. Świadczenie, do którego spełnienia zobowiązuje się emitent może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny (art. 4 ust. 1 i 2 Ustawy o obligacjach). Za spełnienie zobowiązania wynikającego z obligacji emitent odpowiada całym swoim majątkiem (art. 8 ust. 1 Ustawy o obligacjach). Z tego charakteru obligacji wynika, iż nie dają one możliwości wpływu na prowadzenie działalności przez emitenta, jak jest to przy papierach wartościowych o charakterze udziałowym (akcjach) [3]. W związku z tym, mogą być korzystnym dla emitenta sposobem pozyskania kapitału, gdyż w zamian za zaangażowanie kapitałowe obligatariusza, emitent nie musi dzielić się uprawnieniami do współdecydowania o losach przedsiębiorstwa.

Cecha seryjności obligacji, jako papierów wartościowych przejawia się tym, że inkorporowane w niej prawa majątkowe podzielone są na określoną liczbę równych jednostek. W związku z tym, każdemu obligatariuszowi mogą być

przyznane takie same uprawnienia z każdej obligacji. Dlatego obligacje należące do tej samej serii nie mogą kształtować uprawnień obligatariuszy w sposób odmienny [3].

Obligacje mogą posiadać różne opcje dodatkowe. Zazwyczaj taka opcja zwiększa wartość obligacji emitowanej przez inicjatora procesu. Do podstawowych opcji dodatkowych zawartych w emitowanych obligacjach możemy zaliczyć:

- obligacje o jednym terminie wykupu – charakteryzują się tym, iż obligatariusz otrzymuje kwotę nominalną od emitenta obligacji w ustalonym i tylko jednym terminie,
  - obligacje o kilku terminach wykupu (*multipliedated bonds*) – w odróżnieniu od obligacji z jednym terminem wykupu tutaj obligacja może być wykupiona przez emitenta lub obligatariusz może zażądać wykupu w kilku ustalonych terminach, które muszą być ustalone wcześniej,
  - obligacje z opcją wykupu (*callable bonds*) – w przeciwieństwie do poprzedniej opcji w obligacji tutaj emitent może zażądać wykupu obligacji w dowolnym terminie przed terminem zapadalności danej obligacji,
  - obligacje z opcją sprzedaży (*puttable bonds*) – w tym przypadku to obligatariusz ma prawo zażądać wykupu obligacji przed terminem jej zapadalności,
  - obligacje z opcją przedłużenia (*extendable bonds*) – ten rodzaj opcji w obligacji pozwala emitentowi na przedłużenie terminu zapadalności obligacji,
  - obligacje zamienne zwane konwertowalnymi (*convertible bonds*) – pozwalają posiadaczowi obligacji na zamianę posiadanych obligacji na papiery wartościowe (akcje) emitenta obligacji,
  - obligacje wymienne (*exchangeable bonds*) – pozwalają obligatariuszowi na wymianę posiadanych przez niego obligacji na dowolne papiery wartościowe posiadane przez emitenta obligacji,
  - obligacje z warrantem subskrypcyjnym lub prawem pierwszeństwa – w przypadku tej opcji przepisanej do obligacji obligatariusz ma prawo do nabycia przed innymi inwestorami akcji nowej emisji spółki emitującej daną obligację,
  - obligacje częściowo opłacone (*partly paid*) – ten rodzaj opcji w obligacji pozwala nabywcy obligacji na jej wykup w ratach. Najczęściej zapłata za obligację następuje w dwóch niezależnych ratach, pierwsza jest uiszczana w dniu otrzymania obligacji, a druga po ustalonym terminie. Jeżeli nabywca zrezygnuje z opłaty pozostałej wartości obligacji wówczas traci wcześniej wpłaconą zaliczkę. [1]
- Obligacje mogą posiadać więcej niż jedną opcję. np. obligacja zamienna z opcją wykupu.

## 3. Analiza obligacji zamiennych na surowce – aspekt prawny

Konieczność lub możliwość przeliczenia świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne może mieć swe źródło tak w regulacjach ustawowych, jak i umownych. Konwersja ustawowa przewidziana w art. 24 ust. 4 Ustawy o obligacjach, została zastrzeżona na wypadek opóźnienia się emitenta w spełnieniu świadczenia niepieniężnego. W takiej sytuacji na żądanie obligatariusza następuje przekształcenie świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne. Nie ma również przeszkód, aby zobowiązanie główne emitenta inkorporowane w obligacji od samego początku miało charakter przemienny (*alternativa obligatio*), to znaczy, aby dawało obligatariuszowi możliwość wyboru pomiędzy świadczeniem niepieniężnym (w postaci np. dostawy określonej partii surowców) oraz świadczeniem pieniężnym. Przy tak ukształtowanym stosun-

ku zobowiązaniowemu, obligatariusz od początku uzyskuje możliwość wyboru świadczenia, którego spełnienia będzie się domagał od emitenta, niezależnie od tego, czy emitent pozostawałby w opóźnieniu czy też nie. Z istoty seryjności obligacji wynika, iż taka możliwość musiałaby dotyczyć wszystkich obligacji wyemitowanych w tej samej serii.

W przypadku kreacji obligacji inkorporujących zobowiązanie do świadczenia niepieniężnego, na emitencie spoczywa obowiązek wskazania w warunkach emisji, zasad przeliczenia wartości takiego świadczenia na świadczenie pieniężne (art. 24 ust. 4). Ustawa nie precyzuje jednak, jakimi kryteriami powinien kierować się emitent. Zastosowanie powinny zatem znaleźć przepisy ogólne prawa cywilnego, w szczególności zasada swobody umów wyrażona w dyspozycji art. 353 Kodeksu cywilnego. Zgodnie z tym przepisem, strony mogą ułożyć stosunek prawny według swego uznania, byleby jego treść lub cel nie sprzeciwiał się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego. W konsekwencji należy wskazać, iż zasady przeliczenia świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne przyjęte przez emitenta na wypadek opóźnienia w spełnieniu świadczenia niepieniężnego, nie mogą być całkowicie dowolne. Wydaje się, iż z uwagi na ochronną względem obligatariusza funkcję przepisu art. 24 ust. 4 Ustawy o obligacjach, przyjęte zasady konwersji na wypadek opóźnienia powinny prowadzić do uzyskania przez obligatariusza równowartości w pieniądzu świadczenia niepieniężnego. Wydaje się, iż przyjęcie zasad przeliczenia świadczenia niepieniężnego, które prowadziłyby do uzyskania kwoty znacznie niższej niż równowartość świadczenia niepieniężnego, mogłoby zostać uznane za sprzeczne z istotą stosunku zobowiązaniowego oraz zasadami współżycia społecznego. Mogłoby to bowiem prowadzić do pokrzywdzenia wierzyciela. Po pierwsze obligatariusz otrzymywałby świadczenie po upływie zastrzeżonego terminu wykupu, a ponadto o niższej wartości, niż świadczenie podstawowe, do którego spełnienia zobowiązywał się emitent. Inaczej z kolei wydaje się przedstawiać sytuacja, gdy świadczenie pieniężne jest świadczeniem głównym (podstawowym), zastrzeżonym jako świadczenie alternatywne obok świadczenia niepieniężnego. Wówczas wybór jednego ze świadczeń zostałby pozostawiony do decyzji obligatariusza. W tej sytuacji zasada swobody umów daje emitentowi znacznie większe pole manewru. Może on wówczas określić świadczenie pieniężne w sposób niezależny od wartości świadczenia niepieniężnego (np. według stałego oprocentowania) lub w określony sposób do niej odnosić (np. odwołując się do ceny danego surowca na rynkach międzynarodowych). Wówczas inwestor od początku emisji ma świadomość wyboru pomiędzy określonym świadczeniem pieniężnym, a niepieniężnym, np. partią surowców o określonym sortymencie i wielkości.

Biorąc pod uwagę przeprowadzaną analizę prawną, przedsiębiorstwo górnicze ma możliwość emisji dłużnych papierów wartościowych w postaci obligacji zamiennych na surowce. Taka możliwość jest korzystna zarówno dla emitenta obligacji, jak i obligatariusza. W przypadku podmiotu emitującego rzeczony dłużny papier wartościowy, niewątpliwą korzyścią jest tańsze pozyskanie kapitału na inwestycje, głównie z uwagi na fakt, iż obligacja zamienna jest niżej oprocentowana aniżeli zwykła obligacja (kuponowa). W przypadku nabywcy obligacji posiadany papier wartościowy pozwala na uzyskiwanie korzyści z tytułu otrzymywanych kuponów. Dodatkową korzyścią dla obligatariusza może być zabezpieczenie wielkości dostaw surowca pod warunkiem, że nabywcą obligacji jest podmiot zajmujący się jego przetwarzaniem.

Badania nad ustawą pozwalają stwierdzić, iż w odróżnieniu od obligacji zamiennych na papiery wartościowe (np. akcje), w przypadku obligacji zamiennych na surowce, nie ma

obowiązku ustalania ceny oferowanego surowca powyżej ceny rynkowej. Zatem cena konwersji w tym przypadku może być ustalona w drodze negocjacji z potencjalnymi partnerami lub partnerem – inwestorem. Regulacja ceny konwersji pozwala na zwiększanie lub zmniejszanie prawdopodobieństwa zamiany posiadanych obligacji przez obligatariusza na surowiec oferowany przez emitenta obligacji.

W przypadku takich surowców, jak węgiel kamienny czy brunatny, zgodnie z przeprowadzoną analizą ustawy, możliwe okazuje się nawet indeksowanie ceny konwersji surowca (czyli uzależnienie jego ceny od np. ceny na rynkach światowych lub takich parametrów, jak inflacja wyrażona we wskaźnikach PPI czy CPI, a nawet temperatury czy siły wiatru dla danego regionu).

Obligacje korporacyjne są coraz częściej wykorzystywanym instrumentem dłużnym w finansowaniu górniczych projektów inwestycyjnych. Ich rosnąca popularność wynika przede wszystkim z faktu, iż są znacznie bardziej elastyczne od typowych źródeł finansowania takich jak kredyty bankowe.

Możliwość finansowania inwestycji górniczych przy wykorzystaniu obligacji, jak już wspomniano, pozwala przedsiębiorstwu górniczemu na większą elastyczność. Możliwość wykorzystania obligacji zamiennych na akcje daje przedsiębiorstwu górniczemu szansę uzyskania bardziej korzystnych warunków kredytowania (zazwyczaj jest to niższa stopa oprocentowania obligacji – a tym samym niższe kupony odsetkowe). Jednak możliwość zastosowania obligacji zamiennych na surowce w finansowaniu górniczych projektów inwestycyjnych pozwala na zabezpieczenie sprzedaży wydobywanego surowca oraz, podobnie jak obligacje zamienne na akcje, zmniejsza koszt pozyskania kapitału w odniesieniu do standardowych metod jego pozyskania (kredyt bankowy). W miejscu tym należy jednak zaznaczyć, iż w przypadku obligacji zamiennych na akcje, w przypadku emisji znacznego pakietu obligacji istnieje ryzyko, iż w razie konwersji praw z obligacji na akcje, dojdzie do istotnej zmiany w zakresie struktury akcjonariatu – co jest wykluczone w przypadku emisji obligacji zamiennych na surowce.

#### 4. Podsumowanie

Pozyskiwanie kapitału poprzez emisję obligacji dla przedsiębiorstw górniczych to ciągle nowe zagadnienie. Jak wynika z przeanalizowanych raportów dotyczących emisji dłużnych papierów wartościowych pierwszymi, które podjęły tę drogę pozyskania kapitału są Katowicki Holding Węglowy S.A. oraz Kopalnia Węgla Brunatnego „Konin”. Wymienione podmioty są emitentami zwykłych obligacji kuponowych.

Autorzy niniejszego artykułu pokazują, iż w ramach obowiązującego prawa możliwe jest wyemitowanie obligacji zamiennych na surowiec. Proponowana opcja w emitowanym dłużnym papierze wartościowym pozwala na obniżenie kosztu pozyskania kapitału oraz stwarza nowe możliwości dla obligatariuszy będących podmiotami przetwarzającymi zakupiony surowiec. Rozpatrując obligacje zamienne na surowiec w kontekście obowiązującego prawa można również stwierdzić, iż obligacje zamienne na surowce różnią się od typowych obligacji zamiennych w rozumieniu ustawy o obligacjach. Podstawową różnicą jest fakt, iż obligacje zamienne na surowce nie stwarzają obowiązku ustalania ceny oferowanego surowca powyżej ceny rynkowej, zatem jak już wcześniej wspomniano, cena konwersji w tym przypadku może być ustalona w drodze negocjacji z potencjalnymi partnerami lub partnerem – inwestorem. Regulacja ceny konwersji pozwala na zwiększanie lub zmniejszanie prawdopodobieństwa zamiany posiadanych obligacji przez obligatariusza na surowiec oferowany przez emitenta obligacji.

**Literatura**

1. *Kudła J.*: Instrumenty finansowe i ich zastosowania. Warszawa. Wydawnictwo KeyText, 2009.
2. *Weiss I.*: Obligacje, w: Szumański (red.), Prawo Papierów Wartościowych, Warszawa 2006.
3. *Sobolewski L.*: Obligacje, w: Włodyka S. (red.), Prawo papierów wartościowych, C.H. Beck Warszawa 2004.
4. *Dybowski T., Pyrzyńska A.*: Świadczenie, w: E. Lętowska (red.), System Prawa Prywatnego Prawo zobowiązań – część ogólna, Warszawa 2006.
5. *Kustra A., Kubacki K.*: Dylematy kierunków wzrostu wartości przedsiębiorstw górniczych fuzje i przejęcia czy eksploracja?. Gospodarka Surowcami Mineralnymi 2009 – tom 25 zeszyt 2.

---

---

## **NACZELNY REDAKTOR**

w zeszycie 1-2/2010 Przeglądu Górniczego, zwrócił się do kadr górniczych z zachętą do publikowania artykułów ukierunkowanych na wywołanie

### **POLEMIKI – DYSKUSJI.**

Trudnych problemów, które czekają na rzetelną, merytoryczną wymianę poglądów – jest wiele! Od niej – w znaczącej mierze – zależy skuteczność praktyki i nauki górniczej w działaniach na rzecz bezpieczeństwa górniczego oraz postępu technicznego i ekonomicznej efektywności eksploatacji złóż.

**Od naszego wysiłku w poszukiwaniu najlepszych rozwiązań  
– zależy przyszłość polskiego górnictwa!!!**