

MICHAŁ BURSZTYNOWICZ

Uniwersytet Wrocławski
m.bursztynowicz@duw.pl

Funkcje obligacji

I. Pojęcie obligacji

Próby zdefiniowania pojęcia „obligacja” podejmowane są zarówno w literaturze ekonomicznej, jak i prawniczej. Przykładowo jeden z autorów stwierdza, że „obligacja to instrument dłużny, którego emitent (dłużnik) zobowiązuje się wobec inwestora (wierzyciela) do zwrotu pożyczonej kwoty wraz z odsetkami w ściśle określonym terminie”¹. Według drugiego autora „obligacje przypominają w pewnym stopniu rachunki oszczędnościowe. [...] Główną różnicę między rachunkami oszczędnościowymi a obligacjami stanowi fakt, że obligacje inwestor może sprzedać przed terminem wykupu. [...] Dlatego też, w odróżnieniu od depozytów bankowych, obligacje są zbywalnymi skryptami dłużnymi”².

Niektórzy autorzy definiują obligacje jako umowę finansową zawieraną między emitentem a pożyczkodawcą (inwestorem), który, kupując obligacje, zasila tym samym emitenta w fundusze³, lub wprost jako instrument, dzięki któremu emitent zaciąga określoną kwotę pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu wierzycielom w określonym terminie oraz do zapłaty odsetek⁴.

Kolejny autor zauważa, że „obligacja jest instrumentem »plastycznym«. Pozwala zaspokajać w optymalny sposób potrzeby finansowe zadłużających się na

¹ F.J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Warszawa 2000, s. 1.

² E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Warszawa 1996, s. 4 n.

³ Tak M. Kosek-Wojnar, K. Surówka, *Podstawy finansów samorządu terytorialnego*, Warszawa 2007, s. 104.

⁴ Tak W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2008, s. 31; D. Hajdys, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996–2000*, Łódź 2003, s. 11, oraz L. Lipiec-Warzech, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 56.

rynku finansowym lub kapitałowym”⁵. Inny zaś autor dostrzega dychotomiczny charakter obligacji — jest ona według niego synonimem pożyczki dla emitenta, a dla jej nabywcy dobrze premiowanym rachunkiem oszczędnościowym⁶.

Na podstawie powyższych definicji można stwierdzić, że każdy z przytoczonych autorów wskazuje na różne cechy obligacji. W języku polskim przyjęło się natomiast, że obligacja to „papier wartościowy dający posiadaczowi prawo do otrzymania stałego, z góry określonego dochodu”⁷.

Legalna definicja pojęcia „obligacja” została sformułowana przez ustawodawcę w art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach⁸ (dalej „U.Obl.”), która określa zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji⁹. Zgodnie z tym 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.

II. Wprowadzenie do funkcji obligacji

Znaczenie obligacji wyraża się w spełnianych przez nie funkcjach¹⁰. Przez funkcje obligacji należy z kolei rozumieć zadania czy też role, jakie pełnią te instrumenty finansowe¹¹. Funkcje obligacji wyznaczają możliwy zakres zastosowania tych papierów wartościowych w praktyce obrotu¹², są istotnym elementem wpływającym na kierunki rozwoju emitenta¹³. Wskazano, że funkcje obligacji to funkcje ekonomiczne lub ekonomiczno-prawne, ważne zarówno w wymiarze makro-, jak i mikroekonomicznym¹⁴. Problematyka funkcji obligacji ma znaczenie zarówno dla emitentów, jak i obligatariuszy. Dzięki znajo-

⁵ Tak L. Sobolewski, *Obligacje*, [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Warszawa 2004, s. 341.

⁶ Tak W. Czapla, *Obligacje komunalne i mieszkaniowe*, Warszawa 1996, s. 17.

⁷ *Słownik języka polskiego PWN*, red. M. Szymczak, t. II, Warszawa 1995, s. 395.

⁸ Dz.U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300, z późn. zm.

⁹ Przepis art. 1 U.Obl.

¹⁰ M. Wróblewska, [w:] *Leksykon prawa finansowego. 100 podstawowych pojęć*, red. A. Drwiłło, D. Maśniak, Warszawa 2009, s. 231.

¹¹ *Słownik języka polskiego PWN*, red. M. Szymczak, t. I, Warszawa 1995, s. 580.

¹² A. Janiak, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz. Zobowiązania — część szczególna*, red. A. Kidyba, t. III, Warszawa 2010, s. 1295.

¹³ W. Czapla, *op. cit.*, s. 37.

¹⁴ Tak J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *Emisja obligacji komunalnych w teorii i praktyce*, Warszawa 2000, s. 34; M. Piotrowska, *Uwarunkowania prawne emisji obligacji przychodowych*, „Radca Prawny” 2002, nr 3, s. 34; L. Sobolewski, *Obligacje i inne papiery dłużne*, Warszawa 1999, s. 4; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357, oraz P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, Warszawa 2005, s. 18.

mości funkcji obligacji emitenci mogą lepiej zrealizować swoje zamierzenia, a obligatariusze mogą dokonać takiego wyboru rodzaju obligacji, które najlepiej spełnią ich oczekiwania¹⁵.

Podstawową funkcją obligacji jest ich funkcja gospodarcza, która przejawia się w znaczeniu tego papieru wartościowego w obrocie gospodarczym i zdolności do realizacji celów podmiotu je wykorzystującego¹⁶. W tym miejscu wyróżnia się także funkcję zastawniczą obligacji — instrumenty te mogą bowiem służyć zabezpieczeniu terminowej spłaty pożyczki¹⁷.

W pierwszej kolejności funkcje obligacji można podzielić na ogólne i szczególne ze względu na to, czy są one właściwe dla wszystkich typów obligacji, czy jedynie dla niektórych¹⁸.

III. Funkcje ogólne obligacji

Funkcje ogólne obligacji można różnicować na podstawie kryterium podmiotowego ze względu na interes stron stosunku obligacyjnego, na funkcje odnoszące się tylko do emitentów lub tylko do obligatariuszy¹⁹.

Jeśli chodzi o funkcje ogólne obligacji spełniane wobec ich emitentów, to punktem wyjścia w wypadku tej grupy jest motywacja, którą kierują się emitenci. Emisja obligacji ma służyć pozyskaniu czy generowaniu alternatywnych źródeł finansowania działalności tych podmiotów, które to środki emitent może z ko-

¹⁵ I. Weiss, *Funkcje obligacji*, „Prawo Spółek” 2003, nr 6, s. 37, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, t. 19, Warszawa 2006, s. 399.

¹⁶ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce*, [w:] *Finansowanie gminnego samorządu terytorialnego*, red. D. Hałaburda, Białystok 2008, s. 156; S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, Gdańsk 2006, s. 34; J. Kołacz, *Prawo papierów wartościowych i rynku kapitałowego*, Warszawa 2007, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 42; B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, s. 98 n., oraz A. Waclawczyk, *Obligacje komunalne*, Kraków 2003, s. 34.

¹⁷ Tak W. Bień, *op. cit.*, s. 17.

¹⁸ M. Al-Kaber, *Rynek kapitałowy w Polsce*, Białystok 2003, s. 98; P. Józwiak, *Obligacje przychodowe źródłem finansowania inwestycji spółek kapitałowych*, „Finanse Komunalne” 2010, nr 11, s. 26; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 29, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 399.

¹⁹ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 156; *idem*, *Rynek kapitałowy...*, s. 98; G. Cern, *Obligacje gminne*, Płock 2004, s. 7; M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Warszawa 2009, s. 57; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34 n.; B. Ptak, *op. cit.*, s. 98–101; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 18 n.; A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 34, 44; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 29; *idem*, *Obligacje*, Warszawa 1997, s. 16; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 399, oraz *idem*, *Obligacje jako papiery wartościowe*, [w:] M. Bączek *et al.*, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 215.

lei wykorzystać na realizację określonego przedsięwzięcia²⁰. W związku z tym podstawową funkcję obligacji, jaką spełniają one dla ich emitentów, określa się mianem funkcji pożyczkowej²¹, zwanej też funkcją kredytową²², kredytowo-pożyczkową²³, pożyczkowo-rozwojową²⁴ bądź pożyczkowo-inwestycyjną²⁵, a w przypadku obligacji skarbowych także pożyczkowo-budżetową²⁶. Zwiększenie kapitałów własnych emitenta w wyniku emisji obligacji nazwano także funkcją kapitałową²⁷.

W zależności od kierunku wykorzystania uzyskanych przez emitenta środków finansowych zauważono ponadto funkcję rozwojową (pożyczkowo-rozwojową), restrukturyzacyjną (pożyczkowo-restrukturyzacyjną) i stabilizacyjną obligacji²⁸.

²⁰ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 156; *idem*, *Struktura funkcjonowania rynku kapitałowego i jego sprawność w gospodarce współczesnej (na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce)*, Białystok 2004, s. 121; G. Cern, *op. cit.*, s. 7; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43; J. Mojak, *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Warszawa 2010, s. 19; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34; B. Ptak, *op. cit.*, s. 98; L. Sobolewski, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19; A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 34 n.; I. Weiss, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 400; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 215, oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

²¹ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 156; *idem*, *Rynek kapitałowy...*, s. 98; *idem*, *Struktura...*, s. 121; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; G. Cern, *op. cit.*, s. 7; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57; P. Józwiak, *op. cit.*, s. 26 n.; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19; A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 34 nn.; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 29; *idem*, *Obligacje...*, s. 16; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 400; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 215 n., oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

²² S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; A. Babczuk, *Emisje obligacji komunalnych w Polsce pod rządami ustawy z 1995 r., „Finanse Komunalne”* 1998, nr 3, s. 26; *idem*, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1993–1997*, [w:] *Funkcjonowanie samorządu terytorialnego — doświadczenia i perspektywy*, red. S. Dolata, t. II, Opole 1998, s. 257; D. Hajdys, *Obligacje komunalne jako źródło zasilania budżetów gmin na przykładzie Łodzi*, [w:] *Funkcjonowanie samorządu terytorialnego — diagnoza i perspektywy. Międzynarodowa konferencja naukowa Opole-Pokrzywna 17–19 maja 1997 r.*, red. S. Dolata, Opole 1997, s. 344; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43; J. Mojak, *op. cit.*, s. 19; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34; B. Ptak, *op. cit.*, s. 99; K. Smolny, *Zasady pozyskiwania instrumentów dłużnych przez jednostki samorządu terytorialnego jako źródeł współfinansowania projektów realizowanych przy współudziale funduszy unijnych*, [w:] *Podsektor samorządowy w sektorze finansów publicznych w warunkach akcesji Polski do Unii Europejskiej*, red. L. Patrzalek, Poznań-Wrocław 2006, s. 132; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357, oraz P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19.

²³ L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 45, 50.

²⁴ B. Ptak, *op. cit.*, s. 99.

²⁵ S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34.

²⁶ L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 80.

²⁷ M. Al-Kaber, *Struktura...*, s. 100.

²⁸ Tak A. Babczuk, *Rozwój...*, s. 258; D. Hajdys, *Obligacje...*, s. 344; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 29 n.; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 400 n., oraz *idem*, *Obligacje jako...*, s. 216.

Funkcję rozwojową dla emitenta obligacje spełniają, gdy uzyskane w drodze emisji środki przeznacza on na swój rozwój, na inwestycje. Jeśli emitent wykorzysta te środki na restrukturyzację swojej działalności, to funkcji rozwojowej może towarzyszyć funkcja restrukturyzacyjna. Jeśli z kolei uzyskane środki emitent przeznaczy na odzyskanie równowagi ekonomicznej czy zdolności kredytowej, spłatę swoich zobowiązań i na dalsze kontynuowanie działalności gospodarczej, to można mówić o funkcji stabilizacyjnej obligacji.

Jeden z autorów wyodrębnia w tym miejscu także funkcję pożyczkowo-kredytową, gdy emitentem obligacji są banki, które poprzez emisję obligacji rozszerzają swoją działalność kredytową²⁹. Inni autorzy wymieniają tu ponadto funkcję refinansową „polegającą na emisji obligacji służących refinansowaniu zapadających zobowiązań”³⁰.

W literaturze wskazuje się, że emisja obligacji może stanowić element strategii rynkowej emitenta, może przynieść mu korzyści marketingowe, ukształtować i wzmocnić jego pozytywny wizerunek i wpłynąć na jego wiarygodność, a bezpłatna reklama może ułatwić znalezienie potencjalnych inwestorów³¹. Obligacje zamienne³² i obligacje z prawem pierwszeństwa³³, ze względu na specyficzny przedmiot świadczenia obligacyjnego, mogą dodatkowo pociągnąć za sobą zmiany w strukturze kapitałowej i osobowej spółki akcyjnej będącej emitentem obligacji³⁴.

Z punktu widzenia obligatariuszy obligacje są jedną z form inwestowania wolnych środków pieniężnych. W związku z tym podstawową funkcją obligacji dla obligatariuszy jest funkcja lokacyjna³⁵, nazywana też funkcją pożyczkowo-

²⁹ Tak I. Weiss, *Obligacje jako...*, s. 216.

³⁰ Tak A. Babczuk, *Emisje...*, s. 25; *idem*, *Rozwój...*, s. 258, oraz M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 58.

³¹ Tak B. Ptak, *op. cit.*, s. 99 n.; A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 37 n., oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

³² Rodzaj obligacji, uregulowanych w art. 20 oraz art. 23 U.Obl., które uprawniają obligatariuszy do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za wyemitowane przez nią obligacje.

³³ Rodzaj obligacji, uregulowanych w art. 22–23 U.Obl., które uprawniają obligatariuszy — oprócz innych świadczeń — do subskrybowania akcji spółki będącej emitentem z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami.

³⁴ B. Ptak, *op. cit.*, s. 100.

³⁵ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 156; *idem*, *Rynek...*, s. 98; *idem*, *Struktura...*, s. 121; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; G. Cern, *op. cit.*, s. 7; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57; P. Jóźwiak, *op. cit.*, s. 27; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 45; J. Mrowicki, *Emisja obligacji komunalnych — rozwiązywanie ważnych społecznie problemów samorządowych za pomocą papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2002, nr 5, s. 72; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34; B. Ptak, *op. cit.*, s. 100 n.; K. Smolny, *op. cit.*, s. 132; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 18; A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 44 nn.; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 30; *idem*, *Obligacje...*, s. 16; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 410; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 216, oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

-lokacyjną³⁶ czy inwestycyjną³⁷. Zauważono, że w przypadku gdy obligacje opiewają „na wierzytelności, których przedmiotem jest określone świadczenie niepieniężne [...] uzyskanie tego świadczenia nie oznacza »prostego« zwrotu gotówkowego [...], lecz jest w zasadzie formą surogatu takiego zwrotu”, a więc funkcja lokacyjna obligacji może być szersza niż funkcja lokacyjna innych sposobów lokowania kapitału³⁸.

Funkcji lokacyjnej obligacji może towarzyszyć funkcja bonifikacyjna, gdy emitenci, chcąc wpłynąć na motywacje obligatariuszy, zobowiązują się do świadczeń dodatkowych o charakterze niepieniężnym na warunkach preferencyjnych³⁹.

Funkcja pożyczkowa i funkcja lokacyjna wynikają wprost z normatywnej definicji obligacji określonej w art. 4 ust. 1 U.Obl.⁴⁰

³⁶ L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 45.

³⁷ A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295, oraz L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 50.

³⁸ Tak B. Ptak, *op. cit.*, s. 100.

³⁹ A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 44 nn.; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 30, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 401. Świadczeniem niepieniężnym może być: prawo do udziału w przyszłych zyskach emitenta (obligacje partycypacyjne, art. 19 U.Obl.), prawo do zamiany obligacji na akcje spółki będącej ich emitentem (obligacje zamienne), prawo pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji spółki będącej emitentem obligacji (obligacje z prawem pierwszeństwa), połączone z prawem pierwszeństwa inne prawa, prawo do zaspokojenia przez obligatariuszy swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub z całości albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta (obligacje przychodowe, art. 23a–23c U.Obl.), zapewnienie dostaw wyrobów lub świadczenia usług pochodzących z przedsięwzięcia finansowanego ze środków pozyskanych z emisji obligacji na rzecz obligatariuszy będących kooperantami emitenta, prawo do wymiany obligacji na akcje emitowane przez podmiot inny niż emitent obligacji (obligacje wymienne), preferencje i bonifikaty przysługujące obligatariuszom nabywającym składniki mienia komunalnego (obligacje mieszkaniowe własnościowe, zamienne na własność lokalu mieszkalnego lub obligacje dzierżawcze, zamienne na prawo do wieloletniego użytkowania lokalu mieszkalnego) możliwość realizowania zobowiązań obligatariuszy wobec emitenta za pomocą obligacji z tytułu podatków, opłat lokalnych lub odpłacania wykupionych mieszkań komunalnych czy uzyskanie określonych przywilejów honorowych (M. Al-Kaber, *Struktura...*, s. 118; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 30; W. Bień, *op. cit.*, s. 66; M. Bitner, *Gmina na rynku kapitałowym. Podstawy zarządzania długiem komunalnym*, Warszawa 1999, s. 103 n.; G. Cern, *op. cit.*, s. 26, 154 nn.; W. Czapla, *op. cit.*, s. 20, 37, 84; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 70 n.; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 25, 106 n.; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 25; M. Poniatowicz, *Rola obligacji municypalnych w finansowaniu potrzeb budżetowych gmin polskich*, [w:] *Funkcjonowanie samorządu terytorialnego — doświadczenia i perspektywy*, red. S. Dolata, t. II, Opole 1998, s. 230; B. Ptak, *op. cit.*, s. 98; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 12 i 88 nn.; *idem*, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, s. 42 n.; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 350, 428, 434 n.; A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 25 n., 49; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 38; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 413 n.; Z. Wojdylak-Sputowska, A.J. Sputowski, *Wydatki jednostki samorządu terytorialnego*, Gdańsk 2008, s. 518 n., oraz P. Zawadzka, *Dług publiczny w sektorze finansów publicznych*, [w:] *Prawo finansowe*, red. R. Mastalski, E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 2011, s. 120).

⁴⁰ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 30, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 401.

Analizowani przedstawiciele doktryny wyróżniają również funkcję płatniczą, obiegową (obrotową) i gwarancyjną obligacji⁴¹. Jeden z autorów zalicza te funkcje do funkcji obligacji spełnianych dla obligatariuszy⁴², inni zaś stwierdzają, że grupa ta jest niezależna od odniesienia do emitentów czy obligatariuszy, a więc uniwersalna⁴³. Kolejny autor uważa, że funkcja płatnicza może występować zarówno po stronie emitenta, jak i obligatariusza, natomiast funkcja obiegowa nie jest ściśle związana ani z emitentem, ani z obligatariuszem⁴⁴.

Funkcje zarówno „obiegowa, jak i płatnicza wiążą się z przeniesieniem własności obligacji na inną osobę”⁴⁵. Dzięki nim obligatariusz ma możliwość zaspokajania roszczeń swoich wierzycieli obligacjami⁴⁶.

Funkcja płatnicza wyraża się w możliwości regulowania stosunku zobowiązaniowego w drodze przeniesienia obligacji przez obecnego właściciela na jego wierzyciela i za zgodą tegoż, w miejsce spełnienia świadczenia w formie pieniężnej, jako surogatu pieniądza⁴⁷. Jak zauważono, realnym środkiem płatniczym mogą być zwłaszcza obligacje przychodowe⁴⁸.

Funkcja obiegowa obligacji polega na możliwości dokonywania wtórnego obrotu tymi papierami wartościowymi, przenoszenia obligacji i inkorporowanych w nich praw przez właściciela na inny podmiot⁴⁹. W przypadku obligacji

⁴¹ Tak M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 156; *idem*, *Rynek kapitałowy...*, s. 98; *idem*, *Struktura...*, s. 121 n.; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295 n.; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57 n.; P. Jóźwiak, *op. cit.*, s. 27 n.; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63 n.; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43, 47 nn.; J. Mojak, *op. cit.*, s. 19 n.; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34 n.; B. Ptak, *op. cit.*, s. 101; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4 nn.; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357 n.; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19 n.; A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 49 nn.; I. Weiss, *Obligacje...*, s. 17; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 402 n.; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 217 n., oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

⁴² Tak B. Ptak, *op. cit.*, s. 101.

⁴³ Tak I. Weiss, *Funkcje...*, s. 30 n.; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 399, oraz *idem*, *Obligacje jako...*, s. 215.

⁴⁴ J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34 n., oraz P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19.

⁴⁵ A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 49.

⁴⁶ M. Al-Kaber, *Struktura...*, s. 121.

⁴⁷ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 157; *idem*, *Struktura...*, s. 121; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1296; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57; P. Jóźwiak, *op. cit.*, s. 27; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 47; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 34; M. Piotrowska, *op. cit.*, s. 34; B. Ptak, *op. cit.*, s. 101; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 5; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19; A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 54; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 30 n.; *idem*, *Obligacje...*, s. 17; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 402; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 217, oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

⁴⁸ P. Jóźwiak, *op. cit.*, s. 27.

⁴⁹ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 156 n.; *idem*, *Rynek kapitałowy...*, s. 98; *idem*, *Struktura...*, s. 121; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 58; P. Jóźwiak, *op. cit.*, s. 27; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 48; J. Ostrowski, M. Stępniewski,

na okaziciela, zgodnie z art. 921¹² ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny⁵⁰ (dalej „KC”), przeniesienie praw następuje przez wydanie dokumentu, a w przypadku obligacji imiennych, jak stanowi art. 921⁸ KC, dodatkowo przez przelew wierzytelności. W przypadku obligacji niemających formy dokumentu, na podstawie art. 5a ust. 2 U.Obl., funkcja obiegową realizuje się poprzez odpowiednie zapisy w ewidencji (elektronicznym rejestrze). Zgodnie z art. 16 ust. 2 U.Obl. emitent może, w warunkach emisji, wprowadzić zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennych, przez co zachowuje on kontrolę nad podmiotową strukturą obligatariatu — kształtuje pierwotny krąg obligatariuszy i zachowuje wpływ na jego zmiany w obrocie wtórnym⁵¹, co jest nieprzyjazne dla płynności i intensywności obrotu obligacjami, ponieważ obiegowość jest pożądaną cechą konstrukcyjną papierów wartościowych⁵².

W doktrynie istnieją rozbieżności co do związków między funkcją obiegową a płatniczą, a także między funkcją obiegową i innymi funkcjami obligacji. Niektórzy autorzy uważają, że „istnienie funkcji obiekowej stanowi warunek konieczny realizacji przez obligacje [...] funkcji płatniczej”⁵³. Istnieje jednak pogląd, zgodnie z którym to z funkcji płatniczej wywodzi się funkcja obiegową⁵⁴. Kolejny autor wskazuje, że funkcja obiegową ma „charakter wtórny i uzupełniający względem funkcji lokacyjnej i płatniczej”⁵⁵. Wreszcie trzech autorów uznaje funkcję obiegową za funkcję pomocniczą i nierównorzędną wobec funkcji pożyczkowej i lokacyjnej, która umożliwia prawidłowe spełnianie przez obligacje obu tych funkcji⁵⁶, co podaje w wątpliwość inny autor, który dodatkowo zauważa, że „połączenie funkcji obiekowej z funkcją płatniczą pozwala obligatariuszowi na zaspokojenie tą drogą roszczeń jego wierzycieli, wyrażających zgodę w danym przypadku na traktowanie obligacji jako surogatu pieniądza, będącego obowiązującym środkiem płatniczym na terenie państwa”⁵⁷.

P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 35; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19; A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 50; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 31; *idem*, *Obligacje...*, s. 17; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 402; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 217, oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

⁵⁰ Dz.U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.

⁵¹ L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 224; B. Ptak, *op. cit.*, s. 444 nn.; A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 50, oraz I. Weiss, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 402.

⁵² A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295, oraz L. Sobolewski, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 358.

⁵³ Tak M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 157; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34, oraz A. Waławczyk, *op. cit.*, s. 54.

⁵⁴ Tak P. Józwiak, *op. cit.*, s. 27.

⁵⁵ Tak L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 48.

⁵⁶ Tak S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 35; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 4 n.; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 357 n., oraz P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19.

⁵⁷ Tak I. Weiss, *Obligacje...*, s. 17; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 402, oraz *idem*, *Obligacje jako...*, s. 218.

Funkcja gwarancyjna może być rozważana w aspekcie materialnym i formalnym⁵⁸. W ujęciu materialnym jest to stopień pewności, za którym idzie także stopień ryzyka, że zobowiązania emitenta wynikające z obligacji zostaną zrealizowane. Na funkcję gwarancyjną w tym ujęciu wpływa osoba emitenta, jego niezależność finansowa, określenie celu emisji, zakres i forma zabezpieczenia⁵⁹. Formalna gwarancja realizacji zobowiązań przejawia się w możliwości dochodzenia przez obligatariuszy przysługujących im roszczeń na drodze przymusowej w postaci postępowania nakazowego, uregulowanego w rozdziale 2 działu V ustawy z dnia 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego⁶⁰ (dalej „KPC”), na podstawie art. 485 § 1 pkt 3 KPC, przy czym pojawił się postulat, aby uzupełnić art. 485 § 2 KPC, przez dodanie obligacji jako dokumentu, na podstawie którego sąd wydaje nakaz zapłaty⁶¹. Funkcja gwarancyjna obligacji wspomaga prawidłowe funkcjonowanie funkcji pożyczkowej i lokacyjnej⁶².

„Wszystkie te funkcje — lokacyjna, pożyczkowa, gwarancyjna, płatnicza i obiegowa — są ze sobą bardzo silnie powiązane i oddziałują na siebie, będąc czynnikami wpływającymi na to, które obligacje należy kupić”⁶³.

Czterech autorów wymienia także funkcję zabezpieczającą obligacji, najprawdopodobniej jako rodzaj funkcji ogólnej⁶⁴, jednak dwóch z tych autorów funkcję zabezpieczającą uważa za tożsamą z funkcją gwarancyjną⁶⁵. Funkcja ta wiąże się z niskim poziomem ryzyka oraz płynnością tego instrumentu finansowego i „polega na dopuszczalności wykorzystania obligacji jako instrumentu zabezpieczającego inne wierzytelności, np. w formie zastawu”⁶⁶.

⁵⁸ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 157; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 48 n.; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 5 n., oraz A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 54 nn.

⁵⁹ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 157; *idem*, *Rynek kapitałowy...*, s. 98; *idem*, *Struktura...*, s. 122; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1296; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 64; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 49; B. Ptak, *op. cit.*, s. 101; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 5 n.; A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 55 n.; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 31; *idem*, *Obligacje...*, s. 17; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 402 n., oraz *idem*, *Obligacje jako...*, s. 218.

⁶⁰ Dz.U. Nr 43, poz. 296, z późn. zm.

⁶¹ M. Al-Kaber, *Rozwój rynku...*, s. 157; S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 34; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 58; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 48 n.; J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 35; B. Ptak, *op. cit.*, s. 101; L. Sobolewski, *Obligacje i inne...*, s. 5; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 358; P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 19; A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 54 n.; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 31; *idem*, *Obligacje...*, s. 17; *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 403; *idem*, *Obligacje jako...*, s. 218, oraz M. Wróblewska, *op. cit.*, s. 232.

⁶² L. Sobolewski, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2004, s. 358.

⁶³ J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *op. cit.*, s. 35, oraz P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *op. cit.*, s. 20.

⁶⁴ Tak M. Al-Kaber, *Struktura...*, s. 122; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1296; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 50, oraz J. Mojak, *op. cit.*, s. 20.

⁶⁵ Tak A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295 n., oraz J. Mojak, *op. cit.*, s. 20.

⁶⁶ L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 50.

Wśród funkcji ogólnych wymienia się też funkcję legitymacyjną obligacji, polegającą na ułatwieniu identyfikacji osoby uprawnionej do odebrania inkorporowanego w nich świadczenia⁶⁷.

IV. Funkcje szczególne obligacji

Doktryna dokonała próby zestawienia niektórych rodzajów obligacji spełniających szczególne funkcje, które mogą wynikać z przepisów U.Obl. lub innych ustaw⁶⁸. Obligacje komunalne⁶⁹ i przychodowe mogą spełniać funkcję budżetową (podobnie jak obligacje emitowane przez Skarb Państwa), aktywizacyjną, konsolidacyjną, promocyjną i prywatyzacyjną. Obligacje emitowane przez Narodowy Bank Polski pełnią funkcję regulacyjną. Natomiast obligacje zamienne na akcje i z prawem pierwszeństwa mogą spełniać funkcję zasilania kapitałowego emitenta. Ponadto obligacje notowane na rynku kapitałowym mogą pełnić funkcję spekulacyjną.

Funkcja budżetowa polega na możliwości pokrycia przez emitentów swojego deficytu budżetowego, w przypadku obligacji komunalnych i emitowanych przez Skarb Państwa lub na możliwości sfinansowania zadań wykraczających poza dochody budżetowe emitentów określonych w art. 23a ust. 2 pkt 1 U.Obl. (jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa) w przypadku obligacji przychodowych. Obligacje komunalne w przeciwieństwie do obligacji przychodowych podlegają ograniczeniom zadłużania jednostek samorządu terytorialnego przewidzianych w art. 169–170 ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych⁷⁰, obowiązujących do końca 2013 r.⁷¹

Funkcja aktywizacyjna ma na celu mobilizację podmiotów gospodarczych, a także ludności zamieszkałej na danym terenie. Obligacje poprzez funkcję konsolidacyjną mają zjednoczyć obligatariuszy wokół oznaczonej idei inwestycyj-

⁶⁷ M. Al-Kaber, *Struktura...*, s. 100; A. Janiak, *op. cit.*, s. 1295; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 63; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43, oraz J. Mojak, *op. cit.*, s. 20.

⁶⁸ Tak L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 52 n.; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 31 nn., oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 403 nn.

⁶⁹ Obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa (art. 2 pkt 2 U.Obl.).

⁷⁰ Dz.U. Nr 249, poz. 2104, z późn. zm.

⁷¹ J. Kołacz, *op. cit.*, s. 64; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 52; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 32 n., 35 n., oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 404, 406. Zgodnie z art. 121 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. — Przepisy wprowadzające ustawę o finansach publicznych (Dz.U. Nr 157, poz. 1241, z późn. zm.), w latach 2010–2013 w zakresie limitowania poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego i ich związków stosowane będą postanowienia art. 169 i 170 ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych.

nej. Funkcja promocyjna polega zaś na popularyzowaniu emitenta i przyciąganiu uwagi inwestorów⁷².

Funkcja prywatyzacyjna ma miejsce, gdy emisja obligacji komunalnych i obligacji przychodowych (przez podmioty wymienione w art. 23a ust. 2 pkt 1 i 2 U.Obl.⁷³) jest połączona z prywatyzacją mienia komunalnego lub z prywatyzacją przedsiębiorstw komunalnych⁷⁴. Dwóch autorów wskazało, że cecha prywatyzacyjna ma szczególne znaczenie w przypadku emisji obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa⁷⁵.

Funkcja regulacyjna to szczególna funkcja obligacji emitowanych przez Narodowy Bank Polski, który w ten sposób „ściąga z rynku nadmiar pieniądza, co stanowi równowagę systemu bankowego i regulowanie płynności finansowej banków”⁷⁶.

Funkcja zasilania kapitałowego emitenta powstaje wskutek przekształcenia funkcji pożyczkowej obligacji, gdy obligatariusz dokona zamiany obligacji na akcje lub gdy obligatariusz wybierze prawo pierwszeństwa do nabycia akcji, a emitent nie będzie musiał wykupić obligacji wraz z oprocentowaniem⁷⁷.

Funkcja spekulacyjna obligacji notowanych na rynku kapitałowym pozwala obligatariuszom na osiąganie dodatkowych zysków związanych ze zmianami ich cen⁷⁸.

V. Modyfikacje funkcji ogólnych obligacji

W literaturze pojawiła się idea wyróżnienia modyfikacji funkcji ogólnych obligacji, co „może wyrażać się w różny sposób, w szczególności w określonym ukierunkowaniu funkcji ogólnej, w jej osłabieniu lub wzmocnieniu albo nawet w zastąpieniu danej funkcji ogólnej przez funkcję szczególną”⁷⁹.

⁷² A. Babczuk, *Emisje...*, s. 24 n.; *idem*, *Rozwój...*, s. 258; W. Czapla, *op. cit.*, s. 38; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 58; P. Jóźwiak, *op. cit.*, s. 28; K. Smolny, *op. cit.*, s. 132; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 33, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 404.

⁷³ Zgodnie z art. 23a ust. 2 pkt 2 U.Obl., emitentami obligacji przychodowych mogą być spółki akcyjne albo spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, w których jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek lub miasto stołeczne Warszawa posiadają taką liczbę akcji albo udziałów, która zapewnia im więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności tych spółek jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej.

⁷⁴ M. Al-Kaber, *Obligacje komunalne jako forma zasilania budżetu gminy*, „Samorząd Terytorialny” 2000, nr 12, s. 27; A. Babczuk, *Emisje...*, s. 24; *idem*, *Rozwój...*, s. 257; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 58; J. Kołacz, *op. cit.*, s. 64; L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 52; K. Smolny, *op. cit.*, s. 132; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 33, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 404.

⁷⁵ Tak M. Al-Kaber, *Obligacje...*, s. 27, oraz W. Czapla, *op. cit.*, s. 37.

⁷⁶ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 37.

⁷⁷ *Ibidem*, s. 35 n., oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 407 n.

⁷⁸ J. Kołacz, *op. cit.*, s. 64, oraz L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 53.

⁷⁹ Tak I. Weiss, *Funkcje...*, s. 37, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 403.

W przypadku obligacji komunalnych modyfikacjom podlegają funkcje: rozwojowa, restrukturyzacyjna, lokacyjna, bonifikacyjna oraz gwarancyjna. Pierwsze dwie modyfikacje wynikają z tego, że emitenci tych instrumentów finansowych nie mogą prowadzić działalności gospodarczej, więc pozyskane z emisji środki „przeznaczone są na rozwój restrukturyzacji lokalnej infrastruktury technicznej i społecznej”⁸⁰. Ze względu na zaliczanie obligacji komunalnych do kategorii obligacji o niskim ryzyku oraz ze względu na połączenie z tymi papierami wartościowymi korzystnych warunków nabywania elementów mienia komunalnego wzmocnieniu ulega funkcja lokacyjna i bonifikacyjna. Ze względu na regulacje dotyczące obligatoryjnego oznaczenia celu emisji i zakazu przeznaczania środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele (art. 28 ust. 1 oraz art. 41 U.Obl.), ograniczeń zadłużania jednostek samorządu terytorialnego (art. 169–170 ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych), ograniczeń udzielania zabezpieczeń przez jednostki samorządu terytorialnego (art. 6 U.Obl.) oraz regulacje związane z podziałem lub zniesieniem jednostek samorządu terytorialnego (art. 24 ust. 3 U.Obl.) wzmocnieniu ulega również funkcja gwarancyjna⁸¹.

Jeśli chodzi o obligacje przychodowe, to modyfikacjom podlegają funkcje: pożyczkowa, restrukturyzacyjna, lokacyjna oraz gwarancyjna. Pierwsze dwie modyfikacje wiążą się z przeznaczeniem środków uzyskanych z emisji tych obligacji na realizację „przedsięwzięć z zakresu lokalnej infrastruktury technicznej i społecznej oraz restrukturyzacji tej infrastruktury”⁸², w związku z czym chęć uczestniczenia w finansowaniu tych przedsięwzięć może także odpowiednio ukierunkować funkcję lokacyjną. Wpływ na funkcję gwarancyjną ma możliwość ograniczania odpowiedzialności emitentów (art. 8 ust. 2 U.Obl.), nakaz określenia rodzaju i celu przedsięwzięcia (art. 23a ust. 3 U.Obl.), ewentualnego obligatoryjnego oznaczenia celu emisji i zakazu przeznaczania środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele (art. 28 ust. 1 oraz art. 41 U.Obl.) oraz specjalne unormowania dotyczące postępowania egzekucyjnego i upadłościowego⁸³.

Gdy obligatariusz dokona zamiany obligacji (wierzytelności) na akcje (prawa udziałowe) lub wykona prawo pierwszeństwa do nabycia akcji emitenta (używając praw udziałowe), wówczas modyfikacji ulegnie funkcja lokacyjna obligacji⁸⁴.

Uregulowania art. 19 U.Obl., dotyczące obligacji partycypacyjnych, konkretyzują funkcję gwarancyjną. Emitent, przyznając obligatariuszowi prawo do udziału swoim przyszłym zysku, modyfikuje funkcję pożyczkową, a obligatariu-

⁸⁰ A. Babczuk, *Emisje...*, s. 25; M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 58; I. Weiss, *Funkcje...*, s. 32, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 405.

⁸¹ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 32, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 404 n.

⁸² I. Weiss, *Funkcje...*, s. 34, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 406.

⁸³ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 34 n., oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 406 n.

⁸⁴ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 35 n., oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 407 n.

sze, licząc na uzyskanie odpowiedniego zysku, ukierunkowują tym samym funkcję lokacyjną⁸⁵.

Unormowania dotyczące obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski wzmacniają ogólną funkcję gwarancyjną tych obligacji⁸⁶.

VI. Podstawowe i uboczne funkcje obligacji

Funkcje obligacji mogą występować pojedynczo lub łącznie z innymi funkcjami (funkcja rozwojowa, restrukturyzacyjna i stabilizacyjna czy funkcja lokacyjna i bonifikacyjna), co może mieć charakter alternatywny, gdy dana funkcja występuje zamiennie zamiast innej⁸⁷.

Wskazano, że podstawowymi, zasadniczymi funkcjami obligacji są: funkcja pożyczkowa, lokacyjna (inwestycyjna), płatnicza, obiegowa oraz funkcja gwarancyjna (gwarancyjna i zabezpieczająca)⁸⁸.

Oprócz funkcji podstawowych, występujących zawsze, odnoszących się do ekonomicznego aspektu emisji papierów wartościowych, można też wyróżnić funkcje dodatkowe czy uboczne, występujące fakultatywnie, spełniane przy okazji⁸⁹.

Za funkcję dodatkową uznano funkcję bonifikacyjną obligacji, wobec funkcji lokacyjnej⁹⁰. Według innej klasyfikacji do funkcji ubocznych, rozbudowanych zwłaszcza wobec obligacji komunalnych, zaliczono: funkcję kolekcjonerską (zwłaszcza w odniesieniu do obligacji emitowanych w przeszłości), funkcję promocyjną (mającą na celu zwiększenie zainteresowania emitentem ze strony inwestorów i mediów), funkcję prywatyzacyjną (gdy obligatariusz może wymienić obligacje na akcje przedsiębiorstw komunalnych lub inne składniki mienia komunalnego, np. mieszkania komunalne), funkcję preferencyjną (skutkującą uprzywilejowaniem wybranej grupy inwestorów), funkcję aktywizacyjną lub integracyjną (mającą zmobilizować lokalną społeczność do współdziałania i partycypowania w kosztach inwestycji, a także rozwijać poczucie wspólnoty i tożsamości), funkcję przyciągania kapitału (przez pozyskiwanie pozabankowych inwestorów, jak również implikowanie kolejnych inwestycji), a także funkcję dywersyfikacji wierzycieli (przejawiającą się w preferowaniu wielu drobniejszych inwestorów w miejsce jednego o charakterze instytucjonalnym)⁹¹.

⁸⁵ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 36, oraz *idem*, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 409.

⁸⁶ I. Weiss, *Funkcje...*, s. 36 n.

⁸⁷ I. Weiss, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 399, 401.

⁸⁸ Tak L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 45, 50, oraz A. Waclawczyk, *op. cit.*, s. 34.

⁸⁹ L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 43, oraz I. Weiss, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 399.

⁹⁰ I. Weiss, *Obligacje*, [w:] *Prawo...*, 2006, s. 401.

⁹¹ Tak L. Lipiec-Warzecha, *op. cit.*, s. 50 n.

Warto w tym miejscu zauważyć, że inni autorzy funkcje prywatyzacyjną, preferencyjną, przyciągania kapitału, rozdrobnienia wierzycieli, aktywizacyjną, promocyjną, jak też konsolidacyjną sklasyfikowali jako podstawowe, najważniejsze funkcje obligacji komunalnych⁹².

VII. Wnioski końcowe

Obligacje to dość znany i popularny rodzaj papierów wartościowych. W tym instrumentcie dłużnym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia z góry określonego świadczenia.

Nie ulega wątpliwości, że znaczenie obligacji wyraża się w spełnianych przez nie funkcjach, które z kolei wskazują na zadania tych instrumentów finansowych.

Zarówno w literaturze prawniczej, jak i ekonomicznej liczni autorzy dokonywali próby podziału i klasyfikacji funkcji obligacji. Niektóre idee są zbieżne, inne zaś stanowią pewnego rodzaju *novum*, indywidualny wkład autora.

W pierwszej kolejności należy wskazać na funkcję gospodarczą obligacji, która wynika bezpośrednio ze znaczenia tego papieru wartościowego w obrocie gospodarczym. Z tego też względu w literaturze słusznie podkreślany jest podział funkcji obligacji na funkcje odnoszące się tylko do emitentów lub tylko do obligatariuszy.

Za bezsporne należy uznać to, że emisja obligacji ich emitentom ma przede wszystkim przynieść dodatkowe środki finansowe (funkcja pożyczkowa), które będą mogły być wykorzystane na rozwój emitenta (funkcja rozwojowa), restrukturyzację jego działalności (funkcja restrukturyzacyjna) lub na odzyskanie równowagi ekonomicznej i dalsze kontynuowanie działalności (funkcja stabilizacyjna). Z punktu widzenia obligatariuszy obligacje stanowią z kolei jedną z form inwestowania wolnych środków pieniężnych (funkcja lokacyjna), przy czym emitenci, chcąc wpłynąć na zainteresowanie popytem na obligacje, zobowiązują się nierzadko do świadczeń dodatkowych, o charakterze niepieniężnym (funkcja bonifikacyjna).

Ze wskazanymi wyżej funkcjami: pożyczkową i lokacyjną, ściśle wiążą się trzy inne funkcje obligacji: płatnicza, obiegowa i gwarancyjna. Obligacje mogą być bowiem atrakcyjnym przedmiotem obrotu, ponieważ inkorporowane w nich prawa mogą być przenoszone przez aktualnego właściciela na inny podmiot (funkcja płatnicza i obiegowa). W związku z tym, musi być zapewniony pewien stopień pewności, że zobowiązania emitenta wynikające z obligacji zostaną zrealizowane (funkcja gwarancyjna), na co wpływ ma osoba emitenta, jego niezależność fi-

⁹² Tak A. Babczuk, *Emisje...*, s. 24 n.; *idem*, *Rozwój...*, s., 257 n.; W. Czapla, *op. cit.*, s. 37 n., oraz M. Jastrzębska, *op. cit.*, s. 57.

nansowa, cel emisji, zakres i forma zabezpieczenia oraz możliwość dochodzenia przez obligatariuszy przysługujących im roszczeń na drodze przymusowej w postaci postępowania nakazowego. Funkcja gwarancyjna z pewnością wspomaga więc prawidłowe funkcjonowanie funkcji pożyczkowej i lokacyjnej.

Przytoczone funkcje ogólne obligacji konkretyzowane są przez funkcje szczególne, które słusznie zostały wyodrębnione przez doktrynę. Funkcje te są charakterystyczne zwłaszcza dla obligacji komunalnych, przychodowych i emitowanych przez Skarb Państwa czy Narodowy Bank Polski, a odnoszą się zarówno do emitentów, jak i obligatariuszy.

W literaturze pojawiła się idea wyróżnienia modyfikacji funkcji ogólnych obligacji, która wyraża się w określonym ukierunkowaniu funkcji ogólnej, jej osłabieniu lub wzmocnieniu albo nawet w zastąpieniu danej funkcji ogólnej przez funkcję szczególną. Oczywiście jest jednak, że w zależności od rodzaju obligacji, znaczenie niektórych funkcji wzrósł, a innych zmalało. W związku z tym wskazana idea może prowadzić do odwrócenia uwagi od istoty funkcji ogólnych obligacji.

Funkcje obligacji, co zrozumiałe, mogą występować pojedynczo lub łącznie. Ponadto, oprócz funkcji podstawowych, występujących zawsze, odnoszących się do ekonomicznego aspektu emisji papierów wartościowych, można też naturalnie wyróżnić funkcje dodatkowe czy uboczne, występujące fakultatywnie, spełniane przy okazji.

Functions of bonds

Summary

Here is a coherent juxtaposition of theses concerning the functions of bonds which appeared in achievements of law and economics doctrine. Functions implemented by bonds doubtlessly indicate serious tasks provided by these financial instruments.

Firstly, the importance of this security in economy circulation must be presented (economy function). Next, it is necessary to indicate, as it is rightly emphasised in the literature, a division of bonds functions into those referring only to issuers or only to bondholders.

Indisputable is the fact that the emission of bonds is to bring the additional financial resources to their issuers (loan function), which can be used on issuer's development (development function), restructuring of their activities (reconstructing function) or an economy balance retrieving and further business continuation (stability function). From the issuers' point of view, bonds are perceived as one of the forms of free resources investment (investment function).

Nonetheless, bonds can be an attractive rotation of goods, as laws incorporated in them may be carried from the actual owner to another subject (paying and circulation function). According to this, a certain level of reliability must be provided that issuers' obligations resulting from bonds will be realised (guaranty function).

In the present article, special functions of bonds were enlisted as well as common bonds modifications and the basic and side functions of bonds.

Keywords: bonds, functions of bonds, security, issuer, bondholder