

Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych

Istota zdematerializowanych papierów wartościowych od długiego czasu jest treścią pożywką dla dyskusji doktrynalnej. Niniejszy artykuł prezentuje syntetyczną kompilację tez wygłoszonych w referacie zaprezentowanym podczas VI Forum Prawa Spółek w Łodzi, które odbyło się 20.05.2016 r. i upłynęło pod znakiem papierów wartościowych emitowanych przez spółki handlowe, a także jest rozwinięciem tej tematyki o wątki, które mają być odpowiedzią na pytania stawiane przez uczestników Forum.

I

Katalog papierów wartościowych emitowanych przez spółki publiczne został skonstruowany przez ustawodawcę z uwzględnieniem definicji spółki publicznej. Jak wiadomo, panuje w tej mierze kaskadowe odesłanie. Przepis art. 4 § 1 pkt 6 kodeksu spółek handlowych¹ odsyła do art. 4 pkt 20 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych², ten zaś odsyła do art. 5 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³. Na tej zasadzie spółką publiczną jest spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana, czyli nie ma formy dokumentu. Prawa z takich zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.).

Nie wchodząc w szczególności uwarunkowania realiów polskiego rynku kapitałowego, można powiedzieć, że podstawowe znaczenie w praktyce funkcjonowania spółek publicznych odgrywają tylko niektóre papiery wartościowe z katalogu ustawowego. Dominujące znaczenie należy przypisać – oczywiście – akcjom. Przemawiają za tym nie tylko względy praktyczne. Tylko ten papier wartościowy z katalogu ustawowego wpływa na treść ustawowej definicji spółki publicznej, chociaż także inne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne występują w postaci zdematerializowanej. Chodzi mianowicie o prawa poboru, prawa do akcji oraz obligacje. Inne instrumenty finansowe notowane na poszczególnych platformach zorganizowanego obrotu mają znaczenie marginalne z perspektywy funkcjonowania spółek publicznych (w szczególności instrumenty finansowe określane jako ETF-y, ETP, kontrakty terminowe, opcje, warranty oraz certyfikaty inwestycyjne).

1 Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 ze zm.) – dalej jako k.s.h.

2 Ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1382 ze zm.) – dalej jako u.o.p.

3 Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 94 ze zm.) – dalej jako u.o.i.f.

II

W dyskusji na temat istoty prawnej papierów wartościowych emitowanych przez spółki publiczne reprezentowane są zróżnicowane stanowiska i punkty widzenia. Dawniej, około ćwierć wieku temu, silnie reprezentowane były nurty nawiązujące do rozstrzygnięcia dylematu, czy papier wartościowy zdematerializowany można uznać za „kontynuację”, „przedłużenie” czy też „ciągłość koncepcyjną”⁴ papieru wartościowego dokumentowego⁵. Takie ujęcia opierały się na argumentacji poszukującej uzasadnienia dla jurydycznej tożsamości albo przynajmniej przeważającego podobieństwa pomiędzy dokumentem a wpisem na rachunek, dokonywanym przez osobę prowadzącą depozyt papierów wartościowych w fazie kreacji (tworzenia) oraz cyrkulacji (obiegu). Do naturalnych konsekwencji takich ujęć należało eksponowanie prawnorzeczowych elementów konstrukcyjnych zdematerializowanych papierów wartościowych⁶. Generalnie można potwierdzić trafność takiej optyki – ale tylko w realiach dematerializacji obrotu dokumentowymi papierami wartościowymi. Skoro spółka publiczna emitowała akcje w tradycyjnej formie dokumentu (art. 328 § 1 oraz § 2 k.s.h.) i podlegały one złożeniu w depozycie na podstawie umowy depozytowej, to zasadne było w takim stanie rzeczy stawianie pytań o współwłasność zbioru oraz o udział akcjonariusza we współwłasności zbioru⁷ czy też o realne przesłanki alienacji praw podmiotowych w postaci dokonania wpisu na rachunek, który – jak się uważało – przenosił

4 Według słów J. Jastrzębskiego (*Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 18).

5 Por. zwłaszcza M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Warszawa 2000, s. 66; F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 31; P. Machnikowski, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, E. Gniewek (red.), Warszawa 2011, s. 1487.

6 Por. np. F. Zoll, *Klauzule dokumentowe...*, s. 187.

7 Por. P. Podrecki, *Dematerializacja papierów wartościowych na przykładzie akcji w ujęciu prawnoporównawczym*, „Studenckie Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Jagiellońskiego, Prawo” 1995/2, s. 48 i n.; A.W. Kawecki, *Z problematyki kolizyjno-prawnej współczesnego obrotu papierami wartościowymi*, w: A. Nowicka (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtyśkiemu*, Poznań 2005, s. 822 i n.

posiadanie albo był czynnością o takich (albo analogicznych) konsekwencjach prawnych⁸.

Sam akt zdeponowania dokumentów akcji w depozycje (w ramach wykonania umowy depozytowej przez emitenta) pociągał za sobą skutek w postaci wyłączenia zdolności obiegowej dokumentu. Takie wyłączenie jest dopuszczalne na podstawie art. 57 § 2 kodeksu cywilnego⁹. Akcje dokumentowe powstawały w wyniku wyemitowania (wystawienia) przez spółkę publiczną, ale przechodziły ze zbywcy na nabywcę przez wpis na rachunek dokonywany przez osobę faktycznie dzierżącą dokument. Dokument został więc wyłączony z obiegu (cyrkulacji). Przeniesienie posiadania dokumentu zostało więc też wyrugowane jako przesłanka przysporzenia (powiększenia majątku nabywcy pod tytułem singularnym). Przepisy kodeksu cywilnego o przenoszeniu dokumentowych papierów wartościowych (zwłaszcza art. 921¹² k.c.) nie znajdowały zastosowania w realiach dematerializacji obrotu (dematerializacji wtórnej). Taki stan rzeczy panował pod rządami ustawy z 1991 r.¹⁰

Po wejściu w życie ustawy z 1997 r.¹¹ zapanował reżim dematerializacji pierwotnej. Nie został on zarzucony po wejściu w życie ustawy z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Spółka publiczna nie emituje (nie wystawia) akcji w postaci dokumentowej w sensie przyjętym w art. 328 § 1 k.s.h. Prawa akcyjne (prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych) powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.). Istota dematerializacji pierwotnej sprowadza się do całkowitego zerwania związków praw podmiotowych z nośnikiem w postaci dokumentu. Skoro akcja zdematerializowana nie ma formy dokumentu od chwili jej zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych (art. 5 ust. 1 u.o.i.f.), to w dyskusji na temat istoty prawnej papierów wartościowych emitowanych przez spółki publiczne należy całkowicie odciąć się od nawiązań prawnorzeczowych, w tym m.in. od rozpatrywania zdematerializowanego papieru wartościowego jako przedmiotu materialnego w rozumieniu art. 45 k.c.

Niektórzy przedstawiciele doktryny z aprobatą odnoszą się do tego stanu rzeczy – wynikającego z obowiązującego stanu prawa – twierdząc, że zdematerializowane papiery wartościowe nie mają nic wspólnego z dokumentowymi papierami wartościowymi. Jak przyjęto, „w wypadkach, w których rezygnuje się z ucieśnienia

praw akcjonariuszy i praw obligatariuszy w dokumentach, nie sposób rzecz jasna mówić o papierach wartościowych w tradycyjnym, przyjętym w art. 921⁶ k.c. znaczeniu¹². W innym ujęciu „konstrukcje prawne, które ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nazywa papierami wartościowymi, nie są papierami wartościowymi w rozumieniu prawa cywilnego¹³”.

Tymczasem część doktryny konsekwentnie trwa na reducie wcześniejszych poglądów, podejmując próby interpretowania stosunku dematerializacji w konstrukcyjnych ramach tradycyjnego papieru wartościowego, ujmowanego jako związek prawa podmiotowego i nośnika dokumentowego¹⁴.

III

Jak wolno zauważyć, zdematerializowane instrumenty finansowe nie wykazują analogii konstrukcyjnych względem dokumentowych papierów wartościowych, zarówno unormowanych w kodeksie cywilnym, jak i na poziomie ustaw szczegółowych. Widać to już na pierwszy rzut oka, skoro papiery wartościowe w ujęciu art. 5 ust. 1 u.o.i.f. nie mają formy dokumentu. Zdematerializowane papiery wartościowe nie są więc *verba legis* dokumentami w żadnej znanej postaci jurystycznej [nawet elektronicznej według art. 78 § 2 k.c. (od 8.09.2016 r. – art. 78¹ § 2 k.c.)], nie spełniają też wymogów niezbędnych do zachowania formy dokumentowej w świetle art. 77², art. 77³ k.c. oraz art. 243¹ kodeksu postępowania cywilnego¹⁵ (po nowelizacji z 10.07.2015 r.¹⁶). Nośnik dokumentowy (forma dokumentowa) nie występuje w żadnym aspekcie dematerializacji. Ustawa nie przewiduje zresztą zastępowalności dokumentu nośnikiem innego rodzaju. Brak więc normatywnej podstawy „kontynuacji” („ciągłości”, „przedłużenia”). Zdematerializowany papier wartościowy nie jest „kontynuacją” analogicznego pod względem treści papieru wartościowego dokumentowego. Ustawa przewiduje, że papiery wartościowe nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych. Innych wskazówek co do konstrukcji zdematerializowanych papierów wartościowych ustawa nie udziela.

To zaś oznacza, że zdematerializowane papiery wartościowe funkcjonują wyłącznie w reżimie stosunku rachunku. Wiele wyjaśnia sam ustawodawca, skoro prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy

8 Por. m.in. A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (II)*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 1995/9, s. 21; L. Sobolewski, *System krajowego depozytu papierów wartościowych. Zagadnienia prawne*, Warszawa 1996, s. 59; D. Szańca, *Potwierdzenie transakcji nabycia papierów wartościowych w publicznym obrocie. Określenie konstrukcji prawnej*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2002/1–2, s. 114; M. Michalski, *Konstrukcja bankowych papierów wartościowych w świetle zasady numerus clausus papierów wartościowych w prawie polskim*, „Prawo Bankowe” 1998/2, s. 52; M. Pawelczyk, *Bankowe papiery wartościowe na krajowym rynku finansowym. Zagadnienia prawne*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 1999/6, dodatek: *Problematyka papierów wartościowych*, s. 29.

9 Ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 380 ze zm.) – dalej jako k.c.

10 Ustawa z 22.03.1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst jedn.: Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.).

11 Ustawa z 21.08.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.).

12 K. Zawada, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 2, Art. 450–1088. *Przepisy wprowadzające*, K. Pietrzykowski (red.), Warszawa 2015, s. 933.

13 A. Jakubiec, *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego. Analiza cywilno-prawna*, Łódź 2014, s. 147.

14 Por. np. M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo...*, s. 66; A. Janiak, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 3, *Zobowiązania. Część szczególna*, A. Kidyba (red.), Warszawa 2010, s. 1293.

15 Ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 101 ze zm.) – dalej jako k.p.c.

16 Ustawa z 10.07.2015 r. o zmianie ustawy – Kodeks cywilny, ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1311), która weszła w życie 8.09.2016 r.

na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.), a umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 2 u.o.i.f.). Reżim stosunku rachunku jest zatem podstawowym – i jedynym – wyznacznikiem konstrukcji prawnej stosunku dematerializacji i jako stosunek obligacyjny o cechach przewidzianych w art. 353 § 1 k.c. wypiera elementy prawnorzeczowe z dyskusji na temat dematerializacji. Frazą języka potocznego jest zatem własność zdematerializowanych akcji, posiadanie zdematerializowanych akcji, wydanie zdematerializowanych akcji, przeniesienie posiadania zdematerializowanych akcji i tym podobne.

IV

W prawie polskim stosunek rachunku został uregulowany – fragmentarycznie – na poziomie kodeksowym w związku z regulacją umowy rachunku bankowego (art. 725 k.c.). Należy sobie jednak uzmysłowić znacznie szerszy zakres zastosowania stosunku rachunku, daleko wykraczający poza stosunki bankowe (depozytowe, rozliczeniowe, kredytowe, na tle kart itp.). Rachunek w znaczeniu przedmiotowym (tj. konto) jest elementem towarzyszącym różnym zobowiązaniom, nawiązanym w zróżnicowanych konfiguracjach podmiotowych, m.in. w dziedzinie ubezpieczeń majątkowych (rachunek wpłaconych składek), związanych z obrotem energią (rachunek odbiorcy energii prowadzony przez dystrybutora), produkcją energii z odnawialnych źródeł (rachunek uprawnień do emisji dwutlenku węgla do atmosfery w systemie EU-ETS¹⁷), świadczeniem usług telekomunikacyjnych (rachunek przypisany do karty SIM), ustroju systemu emerytalnego (rachunek prowadzony przez publicznego ubezpieczyciela dla płatników składek emerytalnych), w stosunku przewozu rzeczy jako obligacyjna podstawa rejestracji przesyłki transportowanej przez przewoźnika na podstawie umowy przewozu (konto kurierskie) czy też korzystania z dróg publicznych (rachunek przewoźnika w systemie viaTOLL). To tylko wybrane przykłady wykorzystania stosunku rachunku o cechach konstrukcyjnych identycznych jak w przypadku rachunku „służącego do zdematerializowania” papierów wartościowych.

We wszystkich tych przypadkach można wyodrębnić podstawowe elementy stosunku obligacyjnego w rozumieniu art. 353 § 1 k.c. w postaci podmiotów, przedmiotu oraz treści stosunku. Od strony podmiotowej mamy do czynienia z dłużnikiem oraz wierzycielem. Dłużnik prowadzi rachunek w znaczeniu przedmiotowym (konto), a wierzyciel jest beneficjentem wpisów dokonywanych na konto (na rachunek). Na przedmiot zobowiązania dłużnika (świadczenie) składa się obowiązek zaprowadzenia

(założenia) oraz prowadzenia (utrzymywania) konta oraz obowiązek dokonywania wpisów zgodnych z podstawą ich dokonania. Natomiast na treść stosunku składają się drugoplanowe powinności dłużnika, obejmujące przede wszystkim obowiązek wykonywania dyspozycji wierzyciela, obowiązek informowania o saldzie rachunku i obrotach na rachunku, obowiązek zachowania tajemnicy, a także uprawnienie do korygowania z własnej inicjatywy nieprawidłowych wpisów na rachunek (storno).

Podstawowe aspekty konstrukcyjne różnych rachunków są analogiczne. Fundamentalna odmiennosc pomiędzy nimi polega tylko na tym, że na różne rachunki wstawiane są różnej treści prawa podmiotowe. Na rachunek bankowy wstawiane są roszczenia posiadacza rachunku o zwrot wpłaconych środków pieniężnych, na rachunek prowadzony przez operatora telekomunikacyjnego wstawiane są roszczenia abonenta o skorzystanie z infrastruktury telekomunikacyjnej przez określony czas za określoną cenę, na rachunek prowadzony przez ZUS wstawiane są roszczenia osoby objętej powszechnym obowiązkiem ubezpieczenia emerytalnego o wypłatę emerytury (po upływie terminów oraz ziszczeniu się warunków określonych w ustawie), na rachunek bieżący (*conto corrente*) prowadzony przez przedsiębiorcę związanego stosunkami obligacyjnymi (handlowymi) z innym przedsiębiorcą wstawiane są roszczenia wynikające z tych stosunków obligacyjnych (handlowych), na rachunku bitcoinów figurują prawa podmiotowe o treści opracowanej przez twórcę tego skomplikowanego algorytmu. Przegląd można by wzbogacać o inne przykłady.

Analogicznie sprawa się ma w przypadku rachunków prowadzonych w systemie depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowym, służących do kreacji zdematerializowanych papierów wartościowych oraz przenoszenia ich ze zbywcy na nabywcę w trybie sukcesji singularnej. W fazie kreacji zdematerializowanych papierów wartościowych na rachunek prowadzony przez depozyt papierów wartościowych wstawiane są prawa podmiotowe przysługujące osobom związanym z emitentem stosunkiem obligacyjnym. Treść praw podmiotowych zależy od rodzaju wyemitowanego papieru wartościowego.

W przypadku akcji na rachunku prowadzonym przez depozyt papierów wartościowych dokonywane są wpisy kreacyjne o treści identycznej jak treść akcji. Beneficjentowi wpisu na rachunek przysługuje udział w kapitale zakładowym emitenta, prawo udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy wraz z prawem głosu, prawo do udziału w zysku, prawo zaskarżenia uchwał oraz prawo do sumy likwidacyjnej. Taką treść akcji przewidują przepisy kodeksu spółek handlowych w przypadku akcji dokumentowych, co rozciąga się również – *lege non distinguente* – na akcje zdematerializowane.

W przypadku praw poboru na rachunku prowadzonym przez depozyt papierów wartościowych dokonywane są wpisy kreacyjne o treści identycznej jak treść praw poboru przewidziana w art. 433 § 1 k.s.h. Beneficjent wpisu na rachunek ma prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji.

W przypadku praw do akcji na rachunku prowadzonym przez depozyt papierów wartościowych dokonywane są wpisy kreacyjne o treści przewidzianej w art. 3 pkt 29

¹⁷ Szerzej zob. K. Zacharzewski, *Skutki nielicencjonowanego pośrednictwa w obrocie uprawnieniami do emisji CO2 do atmosfery (EUA) w realiach dyrektywy MiFID 2 z 2014 roku*, „Przegląd Prawa Ochrony Środowiska” 2015/1, s. 230 i n.



u.o.i.f. Prawo do akcji jest rozumiane jako papier wartościowy, z którego wynika uprawnienie do otrzymania, niemających formy dokumentu, akcji nowej emisji spółki publicznej, powstające z chwilą dokonania przydziału tych akcji i wygasające z chwilą zarejestrowania akcji w depozycie papierów wartościowych albo z dniem uprawomocnienia się postanowienia sądu rejestrowego odmawiającego wpisu podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców.

Natomiast w przypadku emisji obligacji przez spółkę prawa handlowego na rachunku prowadzonym przez depozyt papierów wartościowych dokonywane są wpisy kreacyjne o treści identycznej jak treść obligacji przewidziana w art. 4 ust. 1 ustawy o obligacjach¹⁸. Beneficjent wpisu na rachunek jest więc wierzycielem emitenta obligacji i przysługuje jemu uprawnienie do uzyskania określonego świadczenia (tj. cyklicznie wypłacanego oprocentowania oraz zwrotu nominału w umówionym terminie zapadalności).

■ V

Najniższym wspólnym mianownikiem dla wszystkich przypadków stosunku dematerializacji jest związanie prawa podmiotowego z nośnikiem w postaci wpisu na rachunek. Dlatego cechy konstrukcji prawnej różnych przejawów związania praw podmiotowych z wpisem na rachunek są analogiczne. Właśnie dlatego ujmowanie zdematerializowanych papierów wartościowych jako skutku związania prawa podmiotowego z wpisem na rachunek przez czynność prawną pociąga za sobą konsekwencje istotne dla uchwycenia istoty stosunku dematerializacji. Legitymacja formalna przysługuje osobie występującej w stosunku rachunku w charakterze wierzyciela osoby prowadzącej rachunek. Natomiast legitymacja materialna przysługuje osobie występującej w stosunku rachunku w charakterze wierzyciela osoby prowadzącej rachunek, jeżeli wpis na rachunek został dokonany zgodnie ze swoją podstawą.

Na tej zasadzie można powiedzieć, że tytuł do zdematerializowanych papierów wartościowych przysługuje osobie, która brała udział w ziszczeniu się przesłanek nabycia praw podmiotowych w trybie sukcesji singularnej. W zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi taką osobą jest strona umowy sprzedaży zdematerializowanych instrumentów finansowych (w rozumieniu art. 31 ust. 1 u.o.i.f.) albo osoba zastępowana przez nią pośrednio w stosunku pośredniczenia giełdowego (w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 2 i 3 u.o.i.f.). Poza obrotem zorganizowanym (czyli w obrocie prywatnym, tzw. OTC) tytuł przysługuje nabywcy na podstawie umowy sprzedaży, o ile doszło do „przeksięgowania” walorów z rachunku zbywcy na rachunek nabywcy.

Właśnie dlatego w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych traci znaczenie kodeksowy trójpodział na papiery wartościowe imienne, na okaziciela

i na zlecenie¹⁹. Kategoria papierów wartościowych na zlecenie nie wchodzi w rachubę w przypadku emisji dokonywanych przez spółki publiczne, chociaż mogą być one – oczywiście – wystawiane, ale poza reżimem zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi, z uwagi na wyłączenie przewidziane w art. 1 ust. 2 u.o.i.f. (spółka publiczna może „prywatnie” wystawić weksel albo czek). Jeżeli natomiast chodzi o papiery wartościowe imienne oraz na okaziciela, to w realiach dematerializacji różnice pomiędzy nimi całkowicie zacierają się. Stosunek rachunku ma bowiem charakter zindywidualizowany podmiotowo, co jest cechą właściwą dla wszystkich stosunków obligacyjnych (zobowiązania pomiędzy nieoznaczonymi osobami nie powstają).

Legitymacja z wpisu na rachunek przysługuje więc niezmiennie beneficjentowi wpisu (wierzycielowi w stosunku rachunku), bez względu na to, czy na rachunek został wpisany zdematerializowany papier wartościowy, którego odpowiednikiem jest dokumentowy papier wartościowy imienny czy też dokumentowy papier wartościowy na okaziciela. W obu przypadkach identyczne są również przesłanki przejścia prawa podmiotowego ze zbywcy na nabywcę.

Ponieważ wpis na rachunek nie jest kategorią prawnorzeczową, a jego dokonanie nie pociąga za sobą konsekwencji z zakresu prawa rzeczowego (np. przeniesienia własności albo przeniesienia posiadania), to katalog przesłanek w obu przypadkach obejmuje – tradycyjnie wyodrębniane w doktrynie – umowę zobowiązującą do rozporządzenia prawem podmiotowym, umowę przenoszącą prawo podmiotowe, a także przesłankę trzecią w postaci wpisu na rachunek. Prawną podstawą zobowiązania jest w tym układzie podmiotowym przepis art. 535 § 1 w zw. z art. 555 k.c. Natomiast prawną podstawą rozporządzenia jest art. 7 ust. 2 u.o.i.f. w zw. z art. 510 § 1 k.c.²⁰

Wskazując na powyższe argumenty, można zaryzykować stwierdzenie, że zdematerializowana akcja na okaziciela oraz zdematerializowana akcja imienna stanowią frazę metaforyczną (przenośnię). Zdematerializowana akcja na okaziciela jest bowiem pod względem legitymacyjnym prawem podmiotowym przysługującym osobie zindywidualizowanej podmiotowo (wskazanej imiennie) w obligacyjnym stosunku rachunku jako wierzyciel, nie zaś osobą „anonimową”, na której uprawnienie materialne wskazuje dzierżenie dokumentu. Wiele zatem wskazuje na to, że w ujęciu prawa obligacyjnego (perspektywę prawnorzeczową należy konsekwentnie wykluczać) wykonywanie praw podmiotowych ze zdematerializowanych akcji na okaziciela nie może polegać na wykazaniu tytułu w sposób charakterystyczny dla dokumentowych papierów wartościowych na okaziciela. Zdematerializowanej akcji na okaziciela nie można okazać, pokazać, zaprezentować, czy też przedstawić albo zademonstrować. *Pro foro externo* tytuł formalny można wykazać tylko w jeden sposób – za pomocą wyciągu z rachunku (prywatnego zaświadczenia) uzyskanego od osoby prowadzącej rachunek (zob. imienne świadectwo depozytowe oraz

19 Szerzej zob. M. Bączek, w: *Papiery wartościowe*, M. Bączek i in., Kraków 2000, s. 47. Por. także A. Waclawik, *Prawo krótkoterminowych papierów dłużnych*, Kraków 2002, s. 122; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 359 i 388; T. Sójka, *Wpis na rachunek papierów wartościowych*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014/7–8, s. 112; R. Jurga, M. Michalski, *Spółka akcyjna w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2000, s. 260.

20 Szerzej K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008, s. 252 i n.

18 Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (Dz. U. poz. 238) – dalej jako u.o.

imienne zaświadczenie o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej wystawione na podstawie art. 328 § 6 oraz art. 406³ § 2 k.s.h.). Również tytuł materialny można wykazać tylko w jeden sposób – za pomocą tego samego wyciągu z rachunku (prywatnego zaświadczenia) uzyskanego od osoby prowadzącej rachunek, jeżeli wpis na rachunek został dokonany zgodnie z podstawą (zwłaszcza w postaci umowy sprzedaży zawartej na jednej z platform zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi albo na podstawie stwierdzenia nabycia spadku, a także aktu poświadczenia dziedziczenia). Analogicznie sprawa się ma ze zdematerializowanymi akcjami imiennymi (o znikomym znaczeniu w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi).

VI

Przepisy kodeksu cywilnego o papierach wartościowych nie znajdują zastosowania w zakresie zdematerializowanych papierów wartościowych. Na dopuszczalność analogicznego stosowania nie wskazuje przepis odsyłający (ponieważ taki przepis nie obowiązuje) ani podobieństwo konstrukcyjne w postaci tożsamości hipotez w braku analogicznej dyspozycji normy prawnej (ponieważ takie podobieństwo nie występuje). Nie ma więc podstaw do poszukiwania punktów stychnych występujących – ewentualnie – pomiędzy papierami wartościowymi dokumentowymi oraz papierami wartościowymi zdematerializowanymi. Odnosi się to zarówno do sfery kreacji, sfery legitymacyjnej (o czym wyżej), jak również do sfery cyrkulacji.

Papiery wartościowe zdematerializowane powstają inaczej niż papiery wartościowe dokumentowe. Do powstania tych ostatnich niezbędne jest oświadczenie woli w postaci podpisu wystawcy na dokumencie. Jest co cecha wyróżniająca charakterystyczna dla wszystkich papierów wartościowych w tradycyjnym rozumieniu – dla weksla, czeku, akcji (zob. art. 328 § 2 k.s.h.) oraz obligacji.

Tego elementu nie można natomiast zaobserwować na tle kreacji zdematerializowanych papierów wartościowych. W przypadku dematerializacji – na przykładzie akcji – sekwencja czynności kreacyjnych układa się w skomplikowaną mozaikę zdarzeń prawnych o zróżnicowanej naturze jurystycznej, począwszy od powzięcia uchwały przez emitenta (art. 431 § 1 k.s.h.), nawiązania stosunku obligacyjnego z firmą inwestycyjną obejmującego reprezentację w postępowaniu administracyjnym (art. 27 ust. 1 u.o.p.) oraz czynności procesowych w związku z aktywnością sądu rejestrowego, poprzez zainicjowanie postępowania administracyjnego na wniosek emitenta (art. 27 ust. 1 u.o.p.) i wydanie decyzji administracyjnej przez Komisję Nadzoru Finansowego (art. 33 ust. 1 u.o.p.), skończywszy na nawiązaniu stosunku obligacyjnego pomiędzy emitentem i osobą prowadzącą depozyt papierów wartościowych, która dokonuje wpisu kreacyjnego na rachunek (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.) – ale dopiero po uprzednim spełnieniu wszystkich przewidzianych przesłanek poprzedzających jego dokonanie²¹.

²¹ Szerzej zob. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 246 i n.

W tych realiach faktycznych nie ma podstaw do zakwalifikowania procedury kreacji zdematerializowanych papierów wartościowych w granicach jednej spośród znanych w dogmatyce teorii powstania papieru wartościowego (kreacyjnej, obiegowej, umownej oraz dobrej wiary). Pod pewnymi względami każda teoria papieru wartościowego wyjaśnia powstanie zdematerializowanego papieru wartościowego. Stosownie do reprezentowanego punktu widzenia powstanie zdematerializowanego papieru wartościowego (prawa podmiotowego związanego z wpisem na rachunek) może być interpretowane jako efekt zdarzenia kreacyjnego, ponieważ wpis na rachunek określony w art. 7 ust. 1 u.o.i.f. ma skutki prawotworzące (*verba legis* „prawa powstają”). Może też być interpretowane jako egzemplifikacja teorii obiegowej (subskrybent jest nabywcą pierwotnym), skoro prawotwórcy wpis na rachunek ma skutki *pro foro externo*, a nawet *erga omnes* (nie sposób zaprzeczyć, że walor zdematerializowany „istnieje”, skoro jest w obiegu i można go „kupić i sprzedać”). Oprócz tego akt wykreowania zdematerializowanego papieru wartościowego może też być ujmowany jako przykład teorii umownej, skoro do jego powstania niezbędny jest konsensus – i to na wielu płaszczyznach, czego podstawowymi przejawami jest uchwała emitenta o emisji nowych akcji, zapis na akcje złożony przez oblata w ramach umowy subskrypcyjnej, jak również nawiązanie stosunku obligacyjnego pomiędzy emitentem a depozytem papierów wartościowych, bez czego depozyt nie zaprowadzi konta emisyjnego i nie dokona prawotwórczego wpisu na ten rachunek. Wykreowanie zdematerializowanego papieru wartościowego może być też wreszcie interpretowane jako przykład teorii dobrej wiary, skoro do przesłanek wypuszczenia ich do obiegu należy zezwolenie organu administracji publicznej (Komisji Nadzoru Finansowego) oraz udział w procedurze kreacyjnej osób poddanych nadzorowi administracyjnemu (spółka prowadząca giełdę, spółka prowadząca depozyt, firma inwestycyjna, emitent).

Jak zatem okazuje się, charakterystyka prawna zdematerializowanych papierów wartościowych jest wielowymiarowa oraz labilna i z pewnością rozważania na ten temat nie utrzymują się w granicach tradycyjnie wyznaczanych dla rozważań na temat charakteru prawnego dokumentowych papierów wartościowych. Zdematerializowany papier wartościowy jest – jednocześnie i bez rozróżnienia – skutkiem zdarzenia kreacyjnego (wpis na rachunek), zdarzenia emisyjnego (wypuszczenie do obiegu), konsensusu (wynikającego m.in. z umowy subskrypcyjnej) oraz aktu dobrej wiary (zezwoenie organu administracji publicznej na dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu).

Ze względu na różnorodność przesłanek kreacji zdematerializowanych papierów wartościowych nie można też zresztą w sposób definitywny rozstrzygnąć dylematu, czy mamy do czynienia z odpowiednikiem papierów wartościowych deklaracyjnych czy też konstytutywnych. Zdematerializowane akcje są deklaratywne, ponieważ podstawą ich kreacji jest uchwała emitenta o emisji nowych akcji (art. 431 § 1 k.s.h.). Zdematerializowane akcje są też jednocześnie konstytutywne, ponieważ powstają wraz z dokonaniem wpisu na rachunek (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.). Obie przesłanki kreacji mają ziścić się kumulatywnie, w przeciwnym razie prawo podmiotowe związane z wpisem na rachunek nie powstanie.



Można więc powiedzieć, że zdematerializowane akcje są konceptualną hybrydą możliwości kwalifikacyjnych, a analiza ich konstrukcji prawnej jest podstawą udzielenia twierdzących odpowiedzi na większość diskutowanych w doktrynie pytań teoretycznych przy okazji deskrypcji dokumentowych papierów wartościowych, uważanych za odpowiedzi wykluczające się. Podstawowe pytania nie znajdują więc jednej odpowiedzi i dyskusja może nie mieć końca wobec braku argumentów jednoznacznie przesądających i wysuwania coraz to nowych argumentów konkurencyjnych (opozycyjnych i uzupełniających).

Dlatego obiecujące rezultaty w fazie dogmatycznej analizy zdematerializowanych papierów wartościowych przynosi raczej określenie skutków czynności prawnej oraz elementów stosunków obligacyjnych pomiędzy osobami „uwikłanymi” w akt kreacyjny niż poszukiwanie wyjaśnienia istoty stosunku dematerializacji za pomocą argumentów w obecnych realiach oraz stanie wiedzy nieadekwatnych, które opierają się na – trafnych skądinąd – teoretycznych ustaleniach na temat dokumentowych papierów wartościowych.

VII

Cyrkulacja zdematerializowanych papierów wartościowych opiera się na schemacie przenoszenia praw podmiotowych względnych w wyniku dokonania wpisu na rachunek. Prawną podstawą przejścia dokumentowych papierów wartościowych ze zbywcy na nabywcę jest umowa oraz akt realny (wydanie dokumentu na podstawie art. 921⁸ oraz art. 921¹² k.c.). W przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych akt realny nie może się ziszczyć, ponieważ zdematerializowane papiery wartościowe nie są rzeczą, gdyż nie mają formy dokumentu. Przesłanką przejścia zdematerializowanych papierów wartościowych ze zbywcy na nabywcę jest umowa oraz dokonanie wpisu na rachunek. Wpis na rachunek nie jest aktem realnym, ponieważ jego dokonanie nie ma skutku w postaci przeniesienia posiadania przez wydanie dokumentu. Wpis na rachunek wywiera skutki w zakresie prawa obligacyjnego, ponieważ stosunek rachunku – jedyna egzemplifikacja praw podmiotowych osoby uprawnionej – jest stosunkiem prawnym typu obligacyjnego. Ustawodawca jednoznacznie proklamuje taki skutek, ponieważ przewiduje, że umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 2 u.o.i.f.).

Na komplet przesłanek rozporządzenia zdematerializowanym papierem wartościowym oraz przejścia zdematerializowanego papieru wartościowego z majątku zbywcy do majątku nabywcy składają się zatem trzy elementy²². Tradycyjnie wyodrębnianej umowie zobowiązującej do rozporządzenia towarzyszy umowa rozporządzająca. Na te elementy jednoznacznie wskazuje przepis art. 7 ust. 2 u.o.i.f. Oprócz tego wskazuje też

na trzecią przesłankę rozporządzenia – wpis na rachunek. Jest to jednocześnie niezbędna i jedyna przesłanka przysporzenia, ponieważ majątek zbywcy zmniejsza się dopiero w wyniku obciążenia jego rachunku (umowa nie przenosi prawa), a majątek nabywcy powiększa się dopiero w wyniku uznania jego rachunku (umowa nie przenosi prawa). Prawna podstawa przysporzenia (*causa*) wynika więc z umowy zobowiązującej do rozporządzenia. Natomiast do przesunięcia pomiędzy majątkami zbywcy i nabywcy niezbędne jest dokonanie wpisu na rachunek o treści zgodnej z podstawą jego dokonania, czyli zgodnej z treścią umowy sprzedaży stanowiącej prawną podstawę przysporzenia (*causa*). Prezentowany schemat można bez zastrzeżeń powielić w odniesieniu do sukcesji pod tytułem uniwersalnym, przede wszystkim *ex mortis causa*.

Na bazie przedstawionych argumentów można powiedzieć, że podstawowym źródłem prawa dla rozporządzeń zdematerializowanymi papierami wartościowymi jest art. 510 § 1 k.c. Zasada podwójnego skutku umowy zobowiązującej do rozporządzenia prawem podmiotowym względnym została w przypadku cyrkulacji zdematerializowanych papierów wartościowych zmodyfikowana zgodnie z duchem tego unormowania. Zastrzeżenie ustawowego albo umownego wyłączenia skutku rozporządzającego (tj. bezpośrednio następującego podwójnego skutku umowy zobowiązującej do rozporządzenia) znalazło swój wyraz w art. 7 ust. 2 u.o.i.f. Ponieważ przepis szczególnie tak stanowi, zdematerializowane papiery wartościowe nie przechodzą ze zbywcy na nabywcę po zawarciu umowy zobowiązującej do rozporządzenia, jak by tego chciał przepis art. 510 § 1 k.c., ale z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych, jak to zostało przewidziane w art. 7 ust. 2 u.o.i.f.

Panująca formuła przewłaszczeń w realiach dematerializacji ma wyraźne przełożenie na tzw. bezpieczeństwo obrotu, ze względu na jej ściśle zrelacjonowanie z zasadą *nemo plus iuris...* Jurydyczne podstawy reżimu przenoszenia zdematerializowanych papierów wartościowych pomiędzy osobami prawa prywatnego decydują o tym, że w praktyce nie występuje zjawisko nabycia prawa podmiotowego wpisanego na rachunek od osoby nieuprawnionej. Nie jest to możliwe nie tylko dlatego, że osoba prowadząca rachunek dokonuje wyłącznie wpisów na rachunek zgodnych z podstawą ich dokonania. W zawarciu umowy sprzedaży zdematerializowanych papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym biorą udział trzy osoby (firma inwestycyjna jako zbywca, osoba prowadząca jedną z platform zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi jako akceptant ofert, firma inwestycyjna jako nabywca). Natomiast w jej wykonaniu przez spełnienie świadczenia bierze udział aż pięć osób (dodatkowo izba rozliczeniowa oraz izba rozrachunkowa). Wszystkie wskazane osoby są powiązane stosunkami rachunku (w różnych konfiguracjach podmiotowych). Układ powiązań komplikuje się jeszcze bardziej, jeżeli firmy inwestycyjne zawierają umowę sprzedaży zdematerializowanych papierów wartościowych na podstawie dyspozycji klienta z umowy o pośrednictwo giełdowe (w ramach działalności brokerskiej; wówczas w rozporządzeniu bierze udział pięć osób, a w wykonaniu zobowiązania aż siedem).

Podporządkowanie wpisu na rachunek wymogowi zgodności z prawną podstawą przysporzenia decyduje

22 Szerzej K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo...*, s. 265 i n.

o tym, że odstępstwa od zasady przewłaszczeń pomiędzy osobami utytułowanymi materialnie nie występują. Materialnoprawne skutki dokonania wpisu na rachunek w fazie cyrkulacji jednoznacznie świadczą o charakterze prawnym tego zdarzenia prawnego, pociągającego ze sobą skutek w postaci przysporzenia jako przewidziana przez ustawodawcę dodatkowa (trzecia) przesłanka rozporządzenia. Roztrząsanie dylematu skupiającego się w pytaniu o deklaratywne albo konstytutywne skutki wpisu na rachunek dokonywanego po zawarciu umowy sprzedaży wydaje się trudem płonnym. Sprawę rozstrzyga bowiem ustawodawca, skoro w świetle art. 7 ust. 2 u.o.i.f. umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. Wpis na rachunek w fazie cyrkulacji ma więc skutek umarzający prawo podmiotowe w przypadku obciążenia rachunku (zbywca traci prawo podmiotowe) oraz skutek tworzący prawo podmiotowe w przypadku uznania rachunku (nabywca uzyskuje prawo podmiotowe).

VIII

Wysuwanie propozycji *de lege ferenda* pod adresem ustawodawcy w zakresie szczegółowego albo przynajmniej generalnego uregulowania stosunku dematerializacji albo zdematerializowanych papierów wartościowych świadczyłoby o poszukiwaniu rozwiązań możliwych do osiągnięcia w wyniku interpretacji aktualnego stanu prawa. Sprowadzałoby się wręcz do wyważania otwartych drzwi. Wiele wskazuje na to, że podstawowe – a nawet, śmiało można zaryzykować, wszystkie – uwarunkowania konstrukcyjne stosunku dematerializacji (każdego znanego przejawu związania praw podmiotowych z wpisem na rachunek) albo zdematerializowanych papierów wartościowych (zwłaszcza obrotu zorganizowanego na podstawie unormowań prawa publicznego) znajdują swoje wyjaśnienie na gruncie aktualnie obowiązujących unormowań powszechnego prawa cywilnego.

Nie zachodzi więc potrzeba stawiania innych niż dawno postawione w nauce prawa cywilnego fundamentów teoretycznych w celu ustalenia podmiotów, przedmiotu i treści stosunku dematerializacji. Stosunek obligatoryjny dematerializacji obejmuje każdy przejaw związania

prawa podmiotowego i nośnika w postaci wpisu na rachunek. Pod tym względem zdematerializowany papier wartościowy wykazuje identyczne cechy jurystyczne jak SMS służący do uiszczenia zapłaty za parking czy też za przejazd tramwajem. Nie kryje się bynajmniej w tych słowach cień przesady. Już od dłuższego czasu technologia przetwarzania danych wywiera zauważalne na co dzień piętno w stosunkach życia codziennego. Ustawodawca tym zmianom nie zawsze dotrzymuje kroku (zob. np. ustalenia na temat charakteru prawnego uprawnień do emisji dwutlenku węgla do atmosfery²³ albo tzw. walut wirtualnych²⁴). Dlatego należałoby – jak się wydaje – ze spokojem przyjąć dwie finalne konkluzje: że dokumentowe papiery wartościowe oraz zdematerializowane papiery wartościowe są kategoriami nieporównywalnymi pod względem konstrukcyjnym oraz że zdematerializowane papiery wartościowe jako instytucja prawa obligacyjnego są w pełni wytłumaczalne *de lege lata*.

Summary

Konrad Zacharzewski

A Voice in the Discussion on the Essential Features of Dematerialized Securities

This publication is a summary of academic views on the essential features of dematerialized securities in Polish legislation. Only in name the dematerialized securities have the form of securities as generally regulated in the Civil Code. The legal construct of dematerialization shows nevertheless many specific features while its dogmatic analysis leads to a conclusion that dematerialized securities are subjective rights booked on a securities account. It may thus be assumed that dematerialized securities are becoming similar to a wider category of means symbolising subjective rights.

dr hab. Konrad Zacharzewski

Autor jest adiunktem

*w Katedrze Prawa Cywilnego i Bankowego
na Wydziale Prawa i Administracji
Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu.*

²³ Szerzej zob. K. Zacharzewski, *Skutki nielicencjonowanego pośrednictwa...*, s. 223 i n.; K. Zacharzewski, *W sprawie pojęcia ekologicznego rynku kapitałowego*, „Przeгляд Prawa Ochrony Środowiska” 2016/1.

²⁴ Szerzej K. Zacharzewski, *Bitcoin jako przedmiot stosunków prawa prywatnego*, „Monitor Prawniczy” 2014/21, s. 1132 i n.; K. Zacharzewski, *Praktyczne znaczenie bitcoina na wybranych obszarach prawa prywatnego*, „Monitor Prawniczy” 2015/4, s. 187 i n.

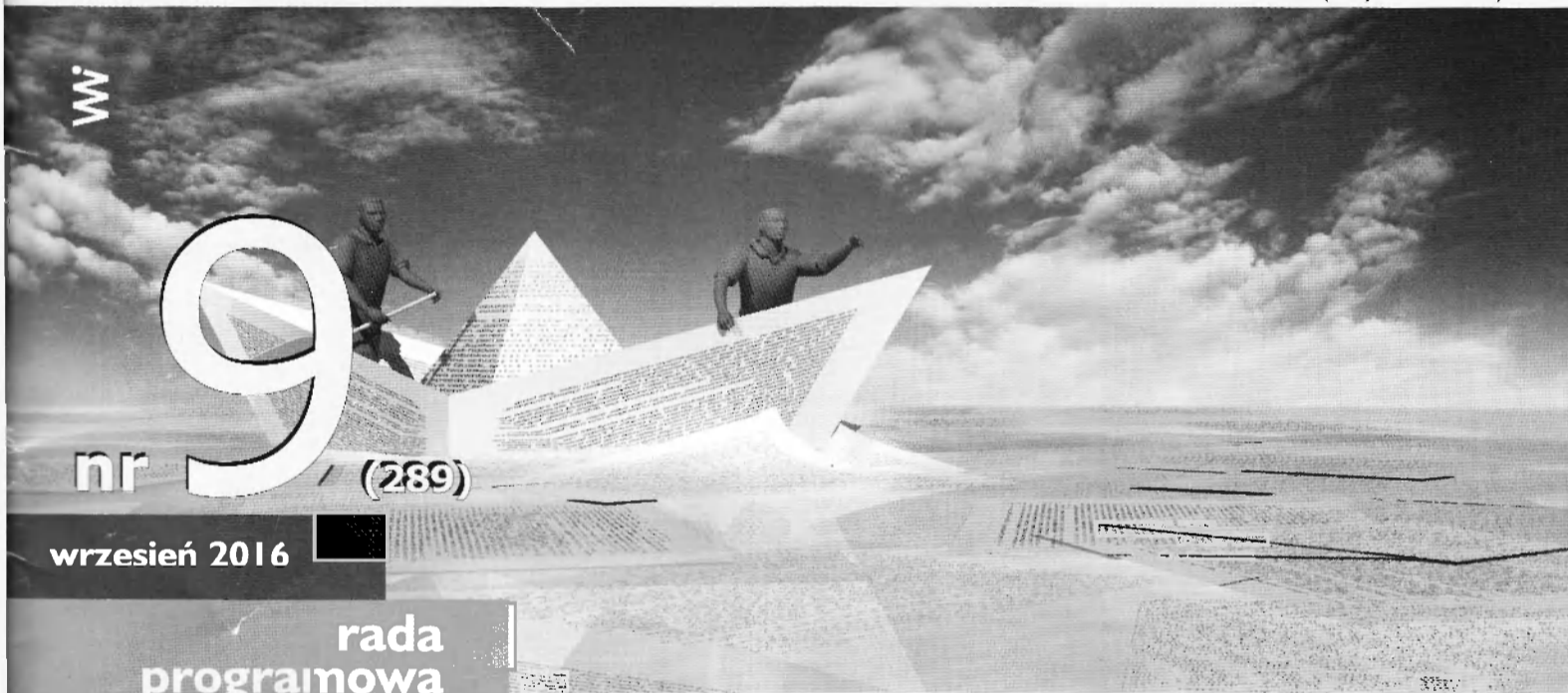
www.profinfo.pl



PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

Indeks 32907X
PKWiU 2008 58.14.12.0

cena 71,99 zł (w tym 5% VAT)



wrzesień 2016

rada programowa

prof. dr hab. Janusz Barta
prof. Emilio Castorina
prof. dr hab. Józef Frąckowiak
prof. dr hab. Andrzej Jakubecki
prof. Julian Juergensmeyer
prof. dr hab. Wojciech J. Katner
prof. dr hab. Andrzej Kidyba
prof. dr hab. Ryszard Markiewicz
dr Jerzy Modrzejewski
prof. dr hab. Józef Okolski
prof. dr hab. Krzysztof Pietrzykowski
prof. dr hab. Wojciech Popiołek
prof. dr hab. Jerzy Rąjski
prof. dr hab. Marek Safjan
prof. dr hab. Stanisław Sołtysiński
prof. dr hab. Andrzej Szumański
prof. dr hab. Ireneusz Weiss
dr Leight Williams

PAPIERY WARTOŚCIOWE EMITOWANE PRZEZ SPÓŁKI HANDLOWE

Jakub Janeta, Wiktor P. Matysiak, Aleksander Chłopecki,
Aleksander Kappes, Mirosław Bączyk, Tomasz Szczurowski,
Konrad Zacharzewski, Roman Uliasz

 Wolters Kluwer

VI Forum Prawa Spółek

