

DANIEL SZAŃCA\*

„MODERNIZACJA” ZASAD REALIZACJI ŚWIADCZEŃ  
Z PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH  
W OBROcie ZORGANIZOWANYM.  
KIERUNEK MODERNIZACJI: AKCJONARIAT NOMINALNY?

Przyczynkiem do analizy sposobu realizacji świadczeń wynikających z papierów wartościowych jest obserwacja procesu, jaki ma miejsce na rynku kapitałowym w Polsce. Współczesny proces, jaki zachodzi na rynku kapitałowym w zakresie obrotu papierami wartościowymi, prowadzi coraz bardziej do rozluźnienia więzi, jaka występuje pomiędzy emitentem a uprawnionym z tych papierów<sup>1</sup>. Dążenie do usprawnienia obrotu zorganizowanego poprzez ciągle skracanie czasu na przeprowadzanie operacji, które dotyczą papierów wartościowych, czy wprowadzanie ulepszeń w zakresie zapewnienia anonimowości obrotu tymi papierami powoduje konieczność zerwania kontaktu uprawnionego z papieru wartościowego z jego emitentem. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest, można rzec w uproszczeniu, „recepta” na usprawnienie obrotu, jaką jest dematerializacja papieru wartościowego i obrotu tym papierem. Dematerializacja ta wymaga bowiem wprowadzenia infrastruktury w znaczeniu prawnym i technologicznym, która będzie zaspokajać coraz to większe potrzeby rynku, a jednocześnie która zastąpi powstającą lukę w relacji emitent–inwestor. Infrastruktura ta (przez którą należy rozumieć w szczególności system depozytowo–rozliczeniowy będący nie tylko infrastrukturą technologiczną,

---

\* Autor jest radcą prawnym, adiunktem w Kolegium Prawa WSPiZ im. L. Koźmińskiego.

<sup>1</sup> W proces ten „wpisuje” się również dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 184 z 14 lipca 2007 r., s. 17), z której wynika konieczność oderwania uprawnienia do uczestniczenia na walnym zgromadzeniu oraz do głosowania od dokumentu akcji, a tym samym uniezależnienia tych uprawnień od posiadania statusu akcjonariusza rzeczywistego.

ale również stanowiący relację prawną uczestników rynku, czyli firm inwestycyjnych i banków prowadzących rachunki papierów wartościowych) służy do przechowywania papierów wartościowych w postaci zdematerializowanej i umożliwia wykonywanie operacji na papierach wartościowych przez uczestników rynku zorganizowanego bez potrzeby występowania zbędnych komplikacji po stronie inwestora. Jednocześnie należy mieć na uwadze, że dla właściwej realizacji zobowiązań wynikających z papierów wartościowych pomoc uczestników rynku, którzy utrzymują na rachunkach papierów wartościowych zapisy mające walor prawny papierów wartościowych, okazuje się obecnie niezbędna. Takie obowiązki emitenta, jak wypłata dywidendy czy odsetek, realizacja prawa pierwszeństwa bądź wykup papierów wartościowych, mogą okazać się niezwykle utrudnione lub wręcz niemożliwe do wykonania, jeżeli zaniechać współpracy podmiotów uczestniczących w systemie depozytowo–rozliczeniowym<sup>2</sup>. Przede wszystkim nie będzie wówczas możliwe uzyskanie przez emitenta w krótkim czasie informacji, kto jest uprawnionym z papierów wartościowych. Ponadto, realizacja obowiązków emitenta może wiązać się z dalszym bytem papierów wartościowych lub kształtem praw z nich wynikających. Nie można zatem pominąć systemu depozytowo–rozliczeniowego, ponieważ mogłoby to prowadzić w konsekwencji do niezgodności zapisów rejestrowanych w tym systemie ze stanem faktycznym.

W wyniku zastąpienia więzi pomiędzy emitentem a uprawnionym z papierów wartościowych relacją z uczestnikami rynku, ta ostatnia relacja w zakresie niektórych świadczeń z papierów wartościowych zmierza coraz bardziej w kierunku relacji właściwej dla akcjonariuszy nominalnych z emitentami, które mają miejsce w innych systemach prawnych<sup>3</sup>. Jak zostanie dalej wyjaśnione, chociaż akcjonariuszem „właściwym” jest inwestor, na którego rachunku zapisane zostały papiery wartościowe, uczestnik rynku, który prowadzi ten rachunek, traktowany jest niczym „akcjonariusz nominalny”, czyli osoba uprawniona z papieru wartościowego, która wykonuje prawa z papieru wartościowego zamiast inwestora, ale zgodnie z jego instrukcją. Między innymi akcjonariusz nominalny może wykonywać prawa w zakresie reprezentacji biernej. Może on bowiem dokonywać odbioru niektórych świadczeń wynikających z papierów wartościowych, co będzie wywoływać równocześnie skutek

---

<sup>2</sup> Konieczność wykorzystania systemu depozytowo–rozliczeniowego rozumieją również autorzy rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (który ma zapewnić wdrożenie dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym), wprowadzając konieczność pośrednictwa systemu depozytowo–rozliczeniowego przy wykonywaniu prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej.

<sup>3</sup> Taka więź występuje w przypadku dokonywanego podziału w innych systemach prawnych na akcjonariuszy nominalnych (*nominee*) oraz rzeczywistych (*beneficial owner*). Podział ten opiera się na koncepcji łańcucha własności. W łańcuchu tym teoretycznie prawo własności przysługuje zarówno akcjonariuszowi nominalnemu, jak i rzeczywistemu, tyle że nominalny działa na rzecz akcjonariusza rzeczywistego (zob. np. J. Benjamin, M. Yates: *The Law of Global Custody. Legal Risk Management in Securities and Collateral*, Second Edition, Oxford 2002, s. 114).

w sferze prawnej inwestora oraz emitenta. W innych systemach prawnych może też wykonywać za inwestora prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Celem przeprowadzonej dalej analizy jest w związku z tym nie tylko przedstawienie odrębnych reguł dotyczących spełniania świadczeń wynikających z papierów wartościowych, ale wywołanie impulsu po stronie czytelnika do przemyślenia możliwości wprowadzenia instytucji akcjonariatu nominalnego w obrocie zorganizowanym. Znamienne jest przy tym, że ustawodawca ustanowił odmienne reguły prawne w zakresie wykonywania świadczeń w obrocie zorganizowanym przede wszystkim w odniesieniu do papierów wartościowych (zob. art. 58 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi; dalej ustawa), a nie wszystkich instrumentów finansowych rejestrowanych w systemie depozytowo–rozliczeniowym (stąd niniejszy artykuł poświęcony został tylko wykonywaniu świadczeń z papierów wartościowych).

Relacja emitenta z uczestnikami rynku w zakresie realizacji zobowiązań z papierów wartościowych została przez ustawodawcę wyrażona w art. 48 ust. 2 pkt 3 oraz art. 50 ust. 4 pkt 6 ustawy. Przywołane przepisy należy rozumieć jako dyrektywę ustawodawcy, w świetle której realizacja zobowiązań wobec uprawnionych z papierów wartościowych odbywa się z użyciem infrastruktury, jaką oferuje system depozytowo–rozliczeniowy, czyli system zapisów na rachunkach papierów wartościowych i kontach prowadzony przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. oraz firmy inwestycyjne i banki prowadzące rachunki papierów wartościowych. Wypada się zastanowić, czy z treści tej dyrektywy nie wynika obowiązek po stronie emitenta, aby zobowiązania z wyemitowanych przez niego papierów wartościowych były wykonywane w obrocie zorganizowanym jedynie w ramach tej „infrastruktury”. Wprawdzie realizacja zobowiązań bez systemu depozytowo–rozliczeniowego mogłaby być wręcz czasem niemożliwa (np. realizacja zobowiązania wynikającego z treści obligacji zamiennych, polegająca na wydawaniu akcji w zamian za obligacje, realizacja prawa pierwszeństwa z akcji; do zobowiązań wymagających użycia systemu należy także zaliczyć wypłatę dywidendy akcjonariuszom, którym przysługują akcje na okaziciela; założeniem akcji na okaziciela jest bowiem zapewnienie anonimowości wobec emitenta<sup>4</sup>), to można sobie wyobrazić w niektórych sytuacjach pominięcie systemu depozytowo–rozliczeniowego (np. wypłata dywidendy akcjonariuszom, którym przysługują akcje imienne rejestrowane przez jednego uczestnika rynku, który prowadzi tzw. rejestr sponsora)<sup>5</sup>. Za stanowiskiem o dopuszczalności pominięcia systemu depozytowo–rozliczeniowego zdaje się przemawiać fakt, że sama ustawa nie zakreśla jednoznacznie obowiązku emitenta w tej materii. Ponadto, wedle art. 9 ust. 2 ustawy, ustawodawca daje możliwość inwestorom realiza-

<sup>4</sup> Inaczej w okresie obowiązywania ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (dalej poprzednia ustawa) — zob. R. Jurga, M. Michalski: *Spółka akcyjna w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2000, s. 527.

<sup>5</sup> Zob. L. Sobolewski: *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Zagadnienia prawne*, Warszawa 1996, s. 84.

cji uprawnień z papierów wartościowych za pomocą imiennego świadectwa depozytowego (które jednak, co wypada podkreślić, nie są lub nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie zapisów na rachunkach papierów wartościowych).

Zastrzeżenia co do przyjęcia takiego stanowiska mogłyby być zgłaszane w związku z zagrożeniem, jakie niesie za sobą realizacja zobowiązań poza systemem depozytowo–rozliczeniowym. Na skutek pominięcia „infrastruktury” pojawia się ryzyko niezgodności stanu zapisów w depozycie papierów wartościowych ze stanem faktycznym. Zagrożenie to niweczy jednak uczestnictwo samego emitenta w tym systemie (zob. art. 51 ust. 2 ustawy). Skoro emitent jest uczestnikiem tej infrastruktury w znaczeniu prawnej relacji, powinno być oczywiste, że ciężą na nim związane z tym obowiązki, które nie pozwalają na powstanie zagrożeń płynących z procesu spełniania przez niego świadczeń poza systemem depozytowo–rozliczeniowym. Stąd należałoby wysnuć wniosek, że nie można kategorycznie sprzeciwiać się wykonywaniu zobowiązań emitenta w inny sposób, czyli poza funkcjonującą w obrocie infrastrukturą. Jednocześnie jednak twierdzenia o dopuszczalności realizacji zobowiązań z papierów wartościowych nie należy rozumieć bezwzględnie<sup>6</sup>. Zaproponowane w przepisach ustawy rozwiązanie kwestii sposobu realizacji zobowiązań z papierów wartościowych zostało podyktowane względami bezpieczeństwa obrotu<sup>7</sup>. Trzeba mieć zatem na uwadze, że dopuszczenie do realizacji zobowiązań z papierów wartościowych z pominięciem systemu depozytowo–rozliczeniowego może sprzeciwiać się tej zasadzie. Dlatego też z innej możliwości niż realizacja świadczeń za pośrednictwem systemu depozytowo–rozliczeniowego należałoby korzystać z niezwykłą ostrożnością, traktując ten sposób realizacji zobowiązań jako wyjątkowy<sup>8</sup>. Możliwość ta powinna być w związku z tym uzależniona od regulacji

---

<sup>6</sup> Pogląd ten podzielają R. Jurga, M. Michalski: *Spółka akcyjna...*, *op. cit.*, s. 526. Zob. też M. Michalski (w.): *Papiery wartościowe*, Zakamycze 2000, s. 757 i n.

<sup>7</sup> Nie można się natomiast całkowicie zgodzić, że celem, jakim kierował się ustawodawca, są względy ekonomiczne (tak zdaje się sugerować L. Sobolewski: *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych...*, *op. cit.*, s. 84). Obsługa przez system depozytowo–rozliczeniowy nie musi być bowiem w każdym przypadku tańsza (np. w sytuacji, kiedy wszystkie papiery wartościowe emitenta są rejestrowane wyłącznie w rejestrze sponsora prowadzonym przez jeden dom maklerski, koszty są wyższe niż koszty poza systemem depozytowo–rozliczeniowym).

<sup>8</sup> W okresie obowiązywania poprzedniej ustawy za dopuszczalnością realizacji zobowiązań emitentów z pominięciem systemu depozytowo–rozliczeniowego opowiadał się M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, przypis 3 do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 648, a także L. Sobolewski (w.): *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, przypis 15 do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 961; *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych...*, *op. cit.*, s. 84. Inne stanowisko wyrażali R. Jurga, M. Michalski: *Spółka akcyjna...*, *op. cit.*, s. 526, gdzie autorzy wskazują na świadczenia, które mogą być spełniane z wykorzystaniem systemu depozytowo–rozliczeniowego, oraz które muszą być spełniane z wykorzystaniem tego systemu. Natomiast przeciwko jakiegokolwiek dopuszczalności realizacji zobowiązań wynikających z papierów wartościowych opowiadał się R. Czerniawski (w.): *Ustawa — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, przypis 10 do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 405 (zob. także wcześniejszą wypowiedź tego autora (w.): *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, Warszawa 1996, przypis 11 do art. 71d poprzedniej ustawy, s. 169), który uważa, że ustawodawca wyłączył w poprzedniej ustawie w ogóle możliwość osobistego świadczenia, co wydaje się z kolei zbyt daleko idącą.

umownej regulującej funkcjonowanie systemu depozytowo–rozliczeniowego (czyli od treści przyjętego regulaminu Krajowego Depozytu; zob. art. 50 ustawy). Z art. 50 ust. 4 pkt 6 ustawy wynika, że wszyscy uczestnicy rynku prowadzący rachunki papierów wartościowych, na których są rejestrowane papiery, a także emitent tych papierów przyjmują określony sposób obsługi realizacji zobowiązań wobec uprawnionych z papierów wartościowych. Z przepisu tego da się zatem wyprowadzić nakaz ukształtowania kwestii, jak mają być realizowane zobowiązania ze zdematerializowanych papierów wartościowych. Oznacza to, że emitent jest związany postanowieniami regulacji systemu w tym zakresie. A wobec tego dopuszczalność innego sposobu realizacji zobowiązań powinna być uregulowana w treści regulacji dotyczącej funkcjonowania „infrastruktury”. Skutkiem tego (choć brak jest normatywnego obowiązku w ustawie nakładającego na emitenta taki a nie inny sposób realizacji zobowiązań z papierów wartościowych) obowiązek ten da się odnaleźć w treści stosunku zobowiązaniowego, określającego funkcjonowanie „infrastruktury” przyjętej dla przechowywania papierów wartościowych, jaką jest system depozytowo–rozliczeniowy. Taka sytuacja jest zresztą bardziej przejrzysta z punktu zasad bezpieczeństwa obrotu, ponieważ pozwala na kontrolę przez regulatora rynku pod tym właśnie kątem. W rezultacie takie rozwiązanie sprawy pozostaje w zgodzie z celem, jakim kierował się ustawodawca przy wprowadzaniu do ustawy określonego sposobu realizacji zobowiązań z papierów wartościowych.

Obsługa realizacji zobowiązań wynikających z papierów wartościowych przez uczestników rynku prowadzących rachunki, na których są rejestrowane papiery wartościowe, jest jak najbardziej dopuszczalna. W świetle art. 356 § 1 k.c. uprawniony z papieru wartościowego będący wierzycielem może żądać osobistego wykonania świadczenia jedynie wtedy, gdy wynika to z ustawy, z treści czynności prawnej lub z właściwości świadczenia. W przedmiotowej natomiast sytuacji ustawodawca *explicite* wyraża zasadę, że osobiste świadczenie nie jest wymagane (zob. art. 58 ustawy). Stąd uprawniony z papieru wartościowego nie może zgłaszać roszczenia osobistego świadczenia na podstawie przepisów rangi ustawowej<sup>9</sup>.

Nasuwa się pytanie, jakie zobowiązania emitenta mogą być realizowane za pomocą systemu depozytowo–rozliczeniowego. W rachubę mogą wchodzić zobowiązania w związku z wykonywaniem przez uprawnionych praw majątkowych lub niemajątkowych. Ustawodawca nie daje jasno do zrozumienia, jakie zobowiązania ma na myśli w art. 50 ust. 4 pkt 6 ustawy. Choć wskazuje dyrektywę w art. 58 ustawy, wedle której chodzi o zobowiązanie emitenta opiewające na pieniądze lub papiery wartościowe. Stąd z pewnością ustawodawca miał na myśli w pierwszym rzędzie realizację zobowiązań z praw majątkowych<sup>10</sup>. W przeciwieństwie do praw

<sup>9</sup> Zob. M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 1 i 3 w części I do art. 136 poprzedniej ustawy, s. 712.

<sup>10</sup> Zob. L. Sobolewski: *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych...*, *op. cit.*, s. 83, oraz tego samego autora: (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 14 do art. 126 po-

niemajątkowych, prawa majątkowe nie mają charakteru czysto korporacyjnego. W rezultacie ich konkretyzacji mogą być przeto zbywane na inne osoby. Zobowiązaniami emitentów wymagającymi obsługi w zakresie ich wykonania będą w szczególności zobowiązania do wypłaty odsetek i wykupu obligacji na rzecz obligatariuszy, wypłata dywidendy na rzecz akcjonariuszy, umożliwienie akcjonariuszom wykonywania prawa pierwszeństwa do objęcia akcji nowej emisji, umożliwienie obligatariuszom wykonania prawa zamiany obligacji zamiennych na akcje<sup>11</sup>. Nie można natomiast całkowicie zgodzić się z poglądem, że sposób realizacji zobowiązań określony w ustawie dotyczy jedynie praw majątkowych (choć niewątpliwie chodzi tu przede wszystkim o prawa majątkowe)<sup>12</sup>. Dyrektywa z art. 58 ustawy nie uprawnia do twierdzenia, że ustawodawca ma na myśli wyłącznie zobowiązania emitenta opiewające na pieniądze lub papiery wartościowe (odpowiednie zabiegi interpretacyjne, zwłaszcza przy użyciu reguł wykładni semantycznej, nie dają zadowalających rezultatów; nie ma wszakże pewności, czy ustawodawcy nie chodziło przypadkiem o wskazanie jedynie sytuacji z art. 50 ust. 4 pkt 6 ustawy dla potrzeb treści art. 58 ustawy, toteż dyrektywę z tego przepisu należy rozumieć jako wskazówkę, co powinno mieścić się w zakresie zobowiązań wynikających z papierów wartościowych, a nie jako wyłączny sposób definiowania tych zobowiązań). Nie można też *a contrario* z art. 9 ust. 2 ustawy zobowiązań z papierów wartościowych rozumieć jako tylko tych, które dadzą się zrealizować wyłącznie na podstawie zapisów na rachunkach papierów wartościowych, ponieważ przepis art. 50 ust. 4 pkt 6 ustawy nie określa, czy chodzi o zobowiązania z papieru wartościowego realizowane przez zapis na rachunku, czy realizowane również za pomocą imiennego świadectwa depozytowego. Dlatego w pewnych okolicznościach możemy mieć do czynienia z obsługą zobowiązań w związku z wykonywaniem uprawnień korporacyjnych. W szczególności wobec możliwości wykonywania prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu oraz prawa głosu bez konieczności posiadania statusu akcjonariusza rzeczywistego (czyli posiadania w dniu walnego zgromadzenia zapisu na rachunku papierów wartościowych, mającego walor prawny akcji), co wynika z art. 7 i 8 dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek

---

przedniej ustawy, s. 960, a także M. Michalski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 2 w części I do art. 11 poprzedniej ustawy, s. 319.

<sup>11</sup> Zob. L. Sobolewski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 14 do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 961.

<sup>12</sup> Tak zob. M. Michalski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 2 w części I do art. 11 poprzedniej ustawy, s. 319; L. Sobolewski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 14 do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 961; *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych...*, *op. cit.*, s. 83. Wypada jednak mieć na uwadze treść rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wedle którego system depozytowo-rozliczeniowy będzie wykorzystywany przy wykonywaniu uprawnień do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

notowanych na rynku regulowanym<sup>13</sup>, pośrednictwo systemu depozytowego w tych przypadkach może być jak najbardziej zasadne. Należy jednak rozróżnić sytuację, w której wykorzystywany jest system depozytowo–rozliczeniowy w związku z wykonywaniem prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu, od sytuacji, w której system ten jest używany przy wykonywaniu prawa głosu. W pierwszym przypadku system może okazać się pomocny z uwagi na wprowadzenie dnia rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, będącego dniem ustalenia prawa na wzór dnia dywidendy (czyli dnia ustalenia prawa do dywidendy)<sup>14</sup>.

Za wprowadzeniem dnia rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu przemawiają oczywiście interesy ekonomiczne po stronie akcjonariuszy, jednakże nie można zapominać, że jest to jednocześnie konsekwencja procesu, jaki zachodzi wobec obrotu zorganizowanego w związku z ciągłym dążeniem do jego usprawnienia. A zatem dotychczasowy mechanizm prawny, przyjęty dla wykonywania praw korporacyjnych, przestał być dla akcjonariuszy wystarczający, ponieważ kolidował z ich interesami ekonomicznymi, a kolizję tę spowodował sposób organizacji obrotu. Dlatego też, chociaż można by pominąć system depozytowo–rozliczeniowy w procesie wykonywania uprawnień na podstawie wyżej wymienionej dyrektywy, to brak takiego pośrednictwa spowoduje w przyszłości, że mechanizm ten ponownie będzie wymagał modernizacji, gdyż nie będzie zgodny z procesem organizacji obrotu, który podlega ciągłemu usprawnieniu.

Z kolei korzystanie z systemu depozytowo–rozliczeniowego należy uznać za dopuszczalne również przy wykonywaniu prawa głosu<sup>15</sup>. W świetle art. 403 zd. 2 k.s.h. walne zgromadzenie spółki publicznej może odbyć się także w miejscowości będącej siedzibą spółki prowadzącej giełdę, na której akcje tej spółki są przedmiotem obrotu. A zatem nie ma przeszkód, aby walne zgromadzenie odbywało się na przykład na giełdzie. Realizacja uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy (tj. prawa głosu) mogłaby odbywać się wtedy za pomocą „infrastruktury”, którą tworzą w szczególności firmy inwestycyjne i banki prowadzące rachunki papierów wartościowych (w trybie tzw. *proxy voting*). W skrócie polegałoby to na możliwości zagłosowania przez inwestora, bez potrzeby udawania się fizycznie na walne zgromadzenie (które odbywałoby się np. w siedzibie giełdy), za pośrednictwem uczestników rynku, którzy albo pośredniczyliby w przekazywaniu głosu oddawanego przez inwestora, albo głosowaliby zgodnie z jego instrukcją. W takiej sytuacji system depozytowo–rozliczeniowy mógłby być zatem użyteczny przy wykonywaniu praw niemajątkowych przysługującym inwestorom. Byłaby to jednak wyłącznie fakultatywna realizacja uprawnień korporacyjnych, w stosunku do której nie dałoby się

<sup>13</sup> Dz.Urz. UE L 184 z 14 lipca 2007 r., s. 17.

<sup>14</sup> Rządowy projekt ustawy zmieniającej kodeks spółek handlowych wprowadza obowiązkowe pośrednictwo systemu depozytowego.

<sup>15</sup> Wykorzystanie w tym przypadku wyłącznie systemu giełdowego nie byłoby efektywne z uwagi na brak informacji o zapisach w systemie depozytowo–rozliczeniowym.

w żadnym razie wyprowadzić jakiegokolwiek nakazu uregulowania tej materii w treści regulacji dotyczących funkcjonowania systemu. Dlatego też należy stwierdzić, że obecnie realizacja prawa niemajątkowego polegającego na wykonaniu prawa głosu odbywałaby się w ramach innych reguł niż przewidziane dla praw majątkowych. Mając jednak na uwadze zamianę zasad wykonywania prawa uczestniczenia w walnym zgromadzeniu, wydaje się, że proces modernizacji realizacji praw korporacyjnych już się rozpoczął.

Realizacji prawa głosu za pośrednictwem systemu depozytowo–rozliczeniowego nie sprzeciwia się obecnemu brzmieniu przepisu art. 9 ust. 2 i 3 ustawy. Wedle jego treści imienne świadectwo depozytowe potwierdza legitymację do realizacji wszelkich uprawnień wynikających z papierów wartościowych wskazanych w jego treści, które nie są lub nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie zapisów na rachunkach papierów wartościowych. W szczególności świadectwo to służy do wykazania swojego prawa uczestniczenia na walnym zgromadzeniu<sup>16</sup>. Z kolei wedle projektu rządowego, który ma zapewnić wdrożenie dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, do wykazania prawa uczestniczenia na walnym zgromadzeniu będzie potrzebny wykaz osób uprawnionych dostarczony przez system depozytowo–rozliczeniowy. Na tej podstawie można by zakładać konieczność osobistego uczestniczenia uprawnionego na walnym zgromadzeniu<sup>17</sup>. Jednakże nie sprzeciwia się to możliwości przeprowadzenia obsługi przez system prawa głosu z akcji, a jedynie powoduje, że przeprowadzenie obsługi powinno odbywać się jako fakultatywne przy wykorzystaniu instytucji przedstawicielstwa umownego. Wypada przy tym jednak zwrócić uwagę, że obowiązek dostarczenia znaków legitymacyjnych spółce staje w kolizji z zasadą usprawnienia obrotu (w tym również usprawnienia realizacji praw z akcji) w przypadku realizacji prawa głosu za pośrednictwem systemu depozytowo–rozliczeniowego. Wówczas bowiem dodatkowe wymogi formalne stają się zbędne ze względu na bieżący dostęp do informacji o zapisach w systemie.

Można by nawet wysunąć tezę, że gdyby sposób realizacji uprawnień korporacyjnych przebiegał w obrocie zorganizowanym w trybie *proxy voting*, ustawowy wymóg złożenia jakiegokolwiek znaku legitymacyjnego powinien być zbędny. Sugerując tę uwagę *de lege ferenda*, należy podkreślić, że ryzyko oderwania uprawnień korporacyjnych od zapisów albo historii zapisów według stanu na określony dzień w systemie depozytowo–rozliczeniowym nie powstanie, jeżeli wykonywanie tych uprawnień będzie odbywać się za pośrednictwem „infrastruktury”. Istnieje

---

<sup>16</sup> Zob. jednak rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (który ma zapewnić wdrożenie dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym).

<sup>17</sup> Zob. M. Michalski (w.): *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 2 w części I do art. 11 poprzedniej ustawy, s. 319.



bowiem bieżący dostęp do informacji przez podmioty obsługujące realizację praw korporacyjnych. W tym świetle przepisy nakazujące złożenie imiennego świadectwa w siedzibie emitenta (dotyczyć to również będzie wykazu osób uprawnionych — według projektu rządowego) wydają się już „przestarzałe” i powinny ulec modernizacji. Ich „unowocześnienie” powinno polegać co najmniej na pozbyciu się jakiegokolwiek znaku legitymacyjnego w określonych przypadkach.

Podsumowując, ustawodawca wprowadza nakaz uregulowania w umowie określającej funkcjonowanie infrastruktury, czyli systemu depozytowo-rozliczeniowego, spraw związanych z obsługą praw majątkowych wynikających ze zdematerializowanych papierów wartościowych rejestrowanych w tym systemie. Natomiast w przypadku praw niemajątkowych nakazu takiego jeszcze nie wyraża, w związku z czym ewentualna realizacja zobowiązań w przewidziany w regulacjach dotyczących funkcjonowania tej „infrastruktury” sposób jest całkowicie fakultatywna i nie rodzi żadnego obowiązku po stronie emitenta czy uprawnionych z papierów wartościowych co do jej stosowania (należy mieć jednak na uwadze rządowy projekt wprowadzający zmiany do kodeksu spółek handlowych, wedle którego system depozytowy jest niezbędny przy wykonywaniu prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu).

Na podstawie powyższych spostrzeżeń nie sposób jeszcze wyciągać wniosku o ukształtowaniu relacji, w której uczestniczą inwestor—uczestnik rynku—emitent na kształt struktury opartej na akcjonariacie nominalnym. Jak na razie spostrzeżenia te tłumaczą bowiem jedynie mechanizm „narzuconej” ustawą relacji umownej dotyczącej funkcjonowania systemu, w której dodatkowo uczestniczy emitent. Ponadto, w literaturze przedmiotu słusznie zauważa się, że obowiązek obsługi realizacji zobowiązań z papierów wartościowych powstaje dopiero wtedy, gdy emitent zwróci się o to<sup>18</sup>. A wobec tego wykonanie konkretnej obsługi na rzecz emitenta następuje wskutek dodatkowego zobowiązania, które ma charakter świadczenia usługi (art. 750 k.c.)<sup>19</sup>. Z tej perspektywy trudno jednak wyjaśnić skutki prawne, jakie niesie dla inwestora dalsza ingerencja ustawodawcy, wybiegająca poza przedstawioną wyżej relację umowną. Z punktu tej „ingerencji” regulacja ta wydaje się bowiem jej skutkiem, a nie przyczyną jej powstania. „Ingerencja” ustawodawcy, o której mowa, polega na wprowadzeniu w art. 58 ustawy innych zasad spełniania niektórych świadczeń wynikających z papierów wartościowych (choć przepis ten został wprowadzony jeszcze w poprzedniej ustawie — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi — wcześniej był to art. 136 tej ustawy). Zgodnie z tym przepisem ustawy zobowiązanie emitenta opiewające na papiery wartościowe jest

<sup>18</sup> Zob. M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 4 w części III C do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 648; L. Sobolewski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 15 do art. 126 poprzedniej ustawy, s. 961.

<sup>19</sup> Inaczej zob. L. Sobolewski: *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych...*, *op. cit.*, s. 86, gdzie autor wskazuje na stosunek zlecenia, a nie inny stosunek pokrewny z art. 750 k.c. Tak też M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 2 w części II do art. 136 poprzedniej ustawy, s. 713.

wykonane z chwilą otrzymania świadczenia przez uczestnika rynku prowadzącego rachunek papierów wartościowych dla osoby uprawnionej do tego świadczenia, zaś opiewające na pieniądze — z chwilą dokonania przeniesienia środków pieniężnych na rachunek bankowy wskazany przez tego uczestnika (przy czym należy wyjaśnić, że chodzi tu o rachunek prowadzony dla tego uczestnika, z którego następnie środki zostaną przekazane na rachunki prowadzone dla inwestorów). Przepis ten określa nic innego jak sposób spełnienia świadczenia<sup>20</sup>. Ustawodawca przyjmuje pewną fikcję prawną, zgodnie z którą skutek w postaci spełnienia świadczenia następuje, pomimo że uprawniony z papieru wartościowego, będący wierzycielem, nie otrzymał jeszcze swojego świadczenia. Wprawdzie w doktrynie prawa cywilnego różni się miejsce świadczenia od miejsca wykonania zobowiązania, to jednak nie da się objaśnić treści tego przepisu w ten sposób<sup>21</sup>. Ustawodawca wprost mówi w tym miejscu o wykonaniu zobowiązania, a nie o świadczeniu. Oznacza to, że nie ma na myśli tylko takich czynności, które dłużnik powinien dopełnić w celu należytego spełnienia świadczenia, ale takie, których skutkiem jest wykonanie zobowiązania. Toteż przesłanką prawidłowego spełnienia świadczenia przez emitenta przestaje być rzeczywiste zaspokojenie interesu inwestora będącego faktycznym wierzycielem emitenta. Jest to tym samym odstępstwo od podstawowych reguł prawa cywilnego, które wymagają dla wykonania zobowiązania pojawienia się dwóch elementów: powinno zachowania się dłużnika i zaspokojenia wierzyciela<sup>22</sup>. Wystarczy bowiem pierwszy z tych elementów, aby świadczenie emitenta zostało uznane za spełnione. Jak trafnie podkreśla się w doktrynie, spełnienie świadczenia zachodzi, gdy dłużnik zrealizował stan rzeczy, którego osiągnięcie zapewnia wierzycielowi treść zobowiązania i w którego nastąpieniu jest on zainteresowany<sup>23</sup>. Z punktu widzenia ustawodawcy, spełnienie świadczenia do rąk uczestnika rynku prowadzącego rachunek dla inwestora (czytaj: wierzyciela rzeczywistego) zapewnia jego otrzymanie przez uprawnionego z papieru wartościowego. Z mocy ustawy wyznaczył więc sposób, którego realizacja zapewnia otrzymanie tego świadczenia. Taka konstatacja wywołuje określone konsekwencje w zakresie odpowiedzialności po stronie emitenta. Odpowiedzialność jego wchodzi w rachubę jedynie w takim zakresie, jaki odnosi się do należytego przekazania świadczenia do uczestnika rynku. Przekazanie może następować osobiście (podstawą dla odpowiedzialności będzie wtedy art. 471 k.c.) lub przez posłużenie się osobą z grona podmiotów stosunku uczestnictwa w systemie (podstawą odpowiedzialności będzie wtedy art. 474 k.c.). Natomiast od momentu należytego spełnienia świadczenia przez emitenta do rąk uczestnika rynku nie moż-

---

<sup>20</sup> Zob. L. Sobolewski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 1 do art. 136 poprzedniej ustawy, s. 985.

<sup>21</sup> Zob. J. Dąbrowa (w:) *System prawa cywilnego*, t. III, cz. 1, Wrocław–Warszawa–Kraków–Gdańsk–Łódź 1981, s. 738; W. Popiołek (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. I, Warszawa 1997, przypis 6 do art. 454, s. 936.

<sup>22</sup> Zob. T. Pajor: *Odpowiedzialność dłużnika za niewykonanie zobowiązania*, Warszawa 1982, s. 67; J. Dąbrowa (w:) *System prawa cywilnego*, t. III, cz. 1, s. 379.

<sup>23</sup> T. Pajor: *Odpowiedzialność dłużnika...*, *op. cit.*, s. 67.

na dalej utrzymywać, że ciąży na nim wciąż odpowiedzialność z art. 474 k.c., skoro z mocy ustawy (tj. z art. 58 ustawy) zobowiązanie zostaje uznane z tą chwilą za wykonane.

Wedle przepisów prawa cywilnego (art. 454 § 1 k.c.) obowiązuje zasada, zgodnie z którą jeżeli miejsce świadczenia nie zostało oznaczone ani nie wynika z właściwości zobowiązania, świadczenie powinno być spełnione w miejscu, gdzie w chwili powstania zobowiązania dłużnik miał zamieszkanie lub siedzibę, z wyjątkiem świadczenia pieniężnego, które powinno być spełnione w miejscu zamieszkania lub siedziby wierzyciela. W przypadku gdy chodzi o spełnienie świadczenia w drodze rozliczenia bezgotówkowego przeprowadzonego za pośrednictwem banków, w orzecznictwie wskazuje się, że świadczenie może być spełnione w drodze uznania rachunku bankowego wierzyciela, jeżeli strony tak postanowiły<sup>24</sup>. Uznanie siedziby banku prowadzącego rachunek wierzyciela za miejsce spełnienia świadczenia pieniężnego jest dopuszczalne tylko w takich okolicznościach, w których obie strony wyraziły zgodę na zapłatę na określony rachunek wierzyciela<sup>25</sup>.

W piśmiennictwie uważa się, że zasada z art. 454 § 1 k.c. doznaje pewnej modyfikacji w przypadku papierów wartościowych, ponieważ z mocy art. 921<sup>6</sup> k.c. papier wartościowy musi być przedłożony dłużnikowi do realizacji. W związku z tym w odniesieniu do wierzytelności pieniężnych z papierów wartościowych dług będzie długiem odbiorczym, a nie oddawczym<sup>26</sup>. O ile co do zasady należy zgodzić się z tym poglądem, to z punktu reguł określonych przez przepisy dla realizacji świadczeń wynikających ze zdematerializowanych papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym pogląd ten przestaje być właściwy. Wprowadzenie do ustawy przepisu art. 58 spowodowało odstępianie od wyrażonych w kodeksie cywilnym reguł co do sposobu spełnienia świadczeń pieniężnych i niepieniężnych. Dług niepieniężny emitenta nie ma bowiem charakteru odbiorczego w tym sensie, że nie może być realizowany w jego siedzibie jako dłużnika. Z kolei dług pieniężny emitenta nie ma charakteru długu oddawczego w rozumieniu art. 454 § 1 k.c., ponieważ nie jest realizowany w siedzibie lub miejscu zamieszkania wierzyciela. Nie ma jednak też charakteru długu odbiorczego w świetle poglądu formułowanego na podstawie art. 921<sup>6</sup> k.c., jako że papier wartościowy jest w istocie przedkładany do realizacji w miejscu, gdzie wierzyciel ma swój rachunek (tam zapis ma walor prawny), czyli u wierzyciela. Poza tym wobec treści art. 58 ustawy dłużnik powinien zrealizować swoje świadczenie poza swoją siedzibą.

<sup>24</sup> Zob. uchwałę SN z dnia 4 stycznia 1995 r. (III CZP 164/94); uchwałę SN z dnia 20 listopada 1992 r. (III CZP 138/92); wyrok SA z dnia 30 września 1992 r. (I ACr 413/92). Zob. nadto uchwałę SN z dnia 14 lutego 2002 r. (III CZP 81/01), gdzie koryguje się i uzupełnia poprzednio wyrażane stanowisko w tej sprawie.

<sup>25</sup> Zob. uchwałę SN z dnia 14 lutego 2002 r. (III CZP 81/01), z uzasadnieniem.

<sup>26</sup> Zob. A. Szpunar: *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, Państwo i Prawo 1991, z. 2, s. 18; K. Zawada (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. II, przypis 2 w części IX, s. 636 i n.; M. Michalski (w:) *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, przypis 8 do art. 5, s. 146.

Wobec treści art. 58 ustawy nie znajduje zastosowania przepis art. 452 k.c. Według tego przepisu, jeżeli świadczenie zostało spełnione do rąk osoby nieuprawnionej do jego przyjęcia, a przyjęcie świadczenia nie zostało potwierdzone przez wierzyciela, dłużnik jest zwolniony w takim zakresie, w jakim wierzyciel ze świadczenia skorzystał. W świetle art. 58 ustawy uczestnik rynku prowadzący rachunek rzeczywistego wierzyciela nie jest wszakże osobą nieuprawnioną do przyjęcia świadczenia, chociaż można by zastanawiać się, czy może stać się taką osobą, jeżeli na przykład świadczenie nie zostało przekazane do właściwego uczestnika rynku. W takim tylko przypadku należałoby przyjąć, że przepis art. 58 ustawy nie znajdowałby zastosowania.

Biorąc powyższe pod rozwagę, spełnienie świadczenia w określonych okolicznościach następuje niezależnie od tego, czy nastąpiło zgodnie z zasadami kodeksowymi, ponieważ stanowi wyjątek od reguł sformułowanych na podstawie art. 454 § 1 i art. 921<sup>6</sup> k.c. (wydaje się, że należałoby tu raczej mówić bardziej o długu oddawczym niż odbiorczym, gdyż zgodnie z art. 58 ustawy dłużnik powinien świadczyć w kierunku rachunku wierzyciela; w przypadku na przykład wypłaty dywidendy uprawniony z papieru wartościowego nie jest zmuszony do podejmowania jakichkolwiek działań; natomiast działania takie musi podjąć emitent)<sup>27</sup>. Nadto uprawniony z papieru wartościowego będący wierzycielem nie ma wpływu na sposób spełnienia tego świadczenia. Wypada w związku z tym zastanowić się, czemu ustawodawca odstąpił właśnie od tej zasady w przypadku papierów zdematerializowanych w obrocie zorganizowanym, podczas gdy w innych okolicznościach, a zwłaszcza przy rozliczeniach bankowych, pozostawił tę zasadę nadal aktualną.

Treść tego przepisu dałoby się wyjaśnić mechanizmem, wedle którego uczestnik rynku prowadzący rachunek inwestora jest akcjonariuszem nominalnym i w związku z tym reprezentuje w szerokim sensie akcjonariusza rzeczywistego, czyli inwestora uprawnionego do pożytków z papierów wartościowych<sup>28</sup>. Mechanizm ten nie występuje jednak w obecnym systemie prawnym w Polsce, a fakt prowadzenia przez uczestnika rynku rachunku papierów wartościowych na rzecz inwestorów należy uznać za niewystarczający. Takie samo wyjaśnienie można by z powodzeniem próbować wskazać w przypadku rozliczeń bankowych, gdzie środki są najpierw przekazywane na rachunek banku w wyniku rozliczenia na poziomie międzybankowym, a dopiero potem trafiają na rachunek bankowy wierzyciela. W tym przypadku bank

---

<sup>27</sup> Inaczej zob. M. Michalski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 3 do art. 136 poprzedniej ustawy, s. 986, który wskazuje na dług odbiorczy.

<sup>28</sup> Na ten temat zob. też L. Sobolewski (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi...*, *op. cit.*, przypis 3 do art. 136 poprzedniej ustawy, s. 986. Pogląd ten zdaje się wynikiem wpływu koncepcji wypowiedzianych w związku z analizą innych systemów prawnych. Na rynku kapitałowym nie mamy jednak do czynienia z łańcuchem własności, którego źródłem jest połączona struktura kont. Wprawdzie papiery wartościowe mogą być przechowywane u regionalnego depozytariusza przez międzynarodową instytucję depozytowo-rozliczeniową, który z kolei otwiera konta dla swoich uczestników (ci ostatni z kolei otwierają konta dla swoich klientów), to jednak brak jest odpowiedniej regulacji ustawowej dla przyjęcia koncepcji o „współwłasności”. Zob. na ten temat np. I. Jameson (w:) *Cross-Border Securities. Repo, Lending and Collateralisation*, pod red. K. Tyson-Quah, London 1997, s. 229 i n.

reprezentuje tak samo w szerokim sensie wierzyciela. Poza tym dla takiego wyjaśnienia potrzeba by obecnie jakiegokolwiek więzi reprezentacyjnej pomiędzy uprawnionym z papieru wartościowego a uczestnikiem (więź taka mogłaby teoretycznie występować w umowie o prowadzenie rachunku, ale byłoby to stanowczo niewystarczające).

Niemniej, wprowadzona do ustawy reguła, wedle której przez przyjęcie przez uczestnika rynku świadczenia wynikającego z papieru wartościowego następuje element wykonania zobowiązania, jakim jest zaspokojenie rzeczywistego wierzyciela, czyli inwestora, powinna zastanawiać, czy nie mamy do czynienia z zasygnalizowaniem potrzeby koncepcji łańcucha własności zdematerializowanych papierów wartościowych, w którym teoretycznie prawo własności przysługuje uczestnikowi rynku i inwestorowi. Jeżeli uczestnik rynku jest uprawniony do wykonywania „reprezentacji biernej” na rzecz inwestora, bez konieczności udzielania jemu jakiegokolwiek umocowania, polegającej na odbiorze niektórych świadczeń wynikających z papierów wartościowych ze skutkami w sferze relacji emitent–inwestor, to można uznać, że uczestnik ten stał się w pewnym sensie akcjonariuszem nominalnym. Jest to bowiem cecha właściwa akcjonariatowi nominalnemu, gdyż wypływa z prawa własności przysługującego „w łańcuchu” temu uczestnikowi rynku. Nie należy jednak tego stwierdzenia odczytywać jako próby dowodzenia istnienia akcjonariatu nominalnego w Polsce, ponieważ, jak wskazano wcześniej, mechanizm łańcucha własności nie występuje obecnie w Polsce (nie ma na to wystarczających dowodów), zaś „zapożyczenie” pojedynczych elementów tego mechanizmu nie pozwala na przeprowadzenie tego dowodu. W szczególności brak jest możliwości wykonywania przez uczestników rynku uprawnień korporacyjnych na rzecz inwestorów (choćby wedle projektu rządowego prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu ma być realizowane za pośrednictwem uczestników rynku). Przykładowo, tryb *proxy voting* wykorzystuje instytucję pełnomocnictwa, a zatem nie wynika z prawa własności uczestnika rynku jako akcjonariusza nominalnego. Natomiast przedstawione wyżej zasady wykonywania świadczeń ze zdematerializowanych papierów wartościowych, a w szczególności przysługujące podmiotowi prowadzącemu rachunek papierów wartościowych uprawnienie do reprezentacji biernej inwestora, tj. rzeczywistego uprawnionego z tego papieru, wyznaczają kierunek, do którego zmierzać powinien ustawodawca, aby sprostać rosnącym oczekiwaniom rynku kapitałowego i „unowocześnić” przepisy prawa. Kierunkiem tym jest akcjonariat nominalny, w stronę którego ustawodawca (być może nie do końca świadomie) uczynił pierwsze kroki. W celu podjęcia następnych należałoby podjąć się jeszcze „modernizacji” wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu. W związku z tym całkowite oderwanie uprawnień korporacyjnych od stanu posiadania papieru wartościowego wydaje się kwestią czasu.