

Źródła i granice dopuszczalności ograniczeń zbywalności prawa poboru akcji w obrocie prywatnym

dr Arkadiusz Radwan
dyrektor Centrum C-Law.org;
pracownik naukowy
Uniwersytetu w Hamburgu

Prawo poboru akcji często bywa przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. W związku z powszechnością i instytucjonalizacją publicznego obrotu wykształciły się kompleksowe prawne zasady i techniczne ramy obrotu prawem poboru¹, które nie nastroczają w praktyce większych problemów². Tymczasem przenoszenie prawa poboru w obrocie prywatnym należy do zagadnień stosunkowo słabo zbadanych w doktrynie i wywołujących wątpliwości w praktyce³. Dotyczy to zwłaszcza dopuszczalnych ograniczeń zbywalności prawa poboru: ich możliwych źródeł i zakresu. Problemy te z oczywistych względów nie występują w obrocie publicznym⁴. Celem niniejszego artykułu jest uporządkowanie pojawiających się wątpliwości i zajęcie wobec nich stanowiska.

Zgodnie z ogólną zasadą wyrażoną w art. 509 § 1 k.c. cesja może być dokonana bez zgody dłużnika. W przypadku prawa poboru dłużnikiem tym jest spółka, wobec której skierowane jest roszczenie o przydział akcji nowej emisji. Wspomniany przepis kodeksu cywilnego dopuszcza jednakże dokonanie zastrzeżenia umownego, wyłączającego możliwość przelewu wierzytelności bez zgody dłużnika. W związku z tym powstaje pytanie, na ile zasada ta aktualna jest w odniesieniu do obrotu taką specyficz-

ną wierzytelnością, jaką stanowi prawo poboru. Mówiąc ogólnie, pytanie sprowadza się do kwestii dopuszczalności wprowadzenia ograniczeń zbywalności prawa poboru na podstawie czynności prawnej; przede wszystkim o stosunek prawny pomiędzy wierzycielem a dłużnikiem, tj. między akcjonariuszami a spółką; kilka końcowych uwag zostanie jednak poświęconych również sytuacjom, w których potencjalne źródło ograniczenia stanowi umowa zawarta pomiędzy akcjonariuszem a osobą trzecią, w tym także ewentualnie innym akcjonariuszem.

Artykuł powstał w okresie objętym stypendium Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej. Wszelkie uwagi i komentarze ze strony Szanownych Czytelników są mile widziane i mogą być kierowane drogą elektroniczną pod adresem: radwan@c-law.org

Ramy prawne dla prywatnego obrotu prawem poboru wyznaczają dwa akty prawne: kodeks spółek handlowych oraz kodeks cywilny. Przepisy tego ostatniego aktu znajdują zastosowanie w sprawach nieuregulowanych w przepisach prawa akcyjnego. Jeżeli wymaga tego właści-

wość (natura) stosunku prawnego spółki (tu: akcyjnej), to wówczas przepisy kodeksu cywilnego stosuje się odpowiednio (art. 2 k.s.h.). Wprawdzie kodeks spółek handlowych nie zawiera przepisów dotyczących *explicite* przeniesienia prawa poboru, niemniej jednak nie oznacza to, że jedyną miarodajną regulacją pozostają relewantne przepisy kodeksu cywilnego – interpretacja tych ostatnich w odniesieniu do prawa poboru będzie musiała uwzględniać cele, jakim służy ta instytucja prawa spółek, co jasno wynika ze wzmiankowanego art. 2 zd. 2 k.s.h. Odpowiedź na postawione w tytule pytanie nie będzie zatem mogła zostać udzielona bez uprzedniej analizy charakteru i funkcji prawa poboru oraz jego związku z akcją – prawny reżim obrotu akcjami nie pozostaje bowiem bez wpływu na obrót prawem poboru.

Charakter i funkcje prawa poboru

Charakter prawny prawa poboru

Prawo poboru nakierowane jest na nabycie proporcjonalnej frakcji akcji nowej emisji, dlatego też często bywa klasyfikowane w literaturze jako ekspektatywa⁵. Kwalifikacja taka nie jest wprawdzie do końca poprawna⁶, niemniej jednak na potrzeby dalszej analizy istotne jest, że jego treścią jest uprawnienie do nabycia nowych akcji. W przypadku nowej emisji z zachowaniem prawa poboru akcjonariuszom przysługuje roszczenie wobec spółki, którego treścią jest przydział akcji w liczbie wynikającej ze stosunku ilości akcji posiadanych w dniu powstania uprawnienia, do ogólnej liczby akcji (*pro rata*), w granicach jednak złożonego zapisu, którego złożenie w ustalonym terminie jest prawnym warunkiem (*conditio iuris*) przydziału akcji. Kwalifikacja prawa poboru jako roszczenia wskazuje zarazem na reżim prawny, jakiemu podlega przenoszenie prawa poboru – jest nim umowa przelewu wierzytelności (cesja).

Ponieważ – jak wspomniano – kodeks spółek handlowych nie zawiera specjalnego unormowania przenoszenia prawa poboru, zastosowanie znajdują tu art. 509 i nast. k.c. (art. 2

k.s.h.), z uwzględnieniem wszakże specyfiki prawa poboru (jako roszczenia), zarówno w ujęciu funkcjonalnym, jak i poprzez (chronologiczny) związek prawa poboru z akcją – ponieważ prawo poboru nakierowane jest na nabycie akcji, stanowi ono potencjalnie swojego rodzaju „przedakcję”, stąd też nie bez znaczenia dla obrotu prawem poboru będzie reżim obrotu akcjami.

Podstawowym celem prawa poboru jest umożliwienie dotychczasowym akcjonariuszom utrzymania nie pogorszonej pozycji w spółce, mimo dokonanego przez tę ostatnią podwyższenia kapitału poprzez emisję nowych akcji. Przedmiotem ochrony jest jednak nie tylko zachowanie *status quo* w zakresie procentowego udziału danego akcjonariusza w kapitale zakładowym, ale również zapobieżenie uszczerbkowi majątkowemu związanemu z utratą wartości starych akcji na rzecz akcji nowej emisji. Ten pierwszy aspekt wiąże się z niebezpieczeństwem rozwodnienia kontroli, ten drugi zaś z potencjalnym rozwodnieniem wartości, tj. uszczerbkiem majątkowym wykluczonych akcjonariuszy.

Prawo poboru a ochrona interesu majątkowego akcjonariuszy

W przypadku finansowania przez emisję nowych akcji bardzo istotną kwestią jest ustalenie adekwatnej ceny emisyjnej. Jeżeli nowe akcje zostaną objęte po cenie nieadekwatnie niskiej w stosunku do ich (rzeczywistej) wartości, to następuje efekt „rozwodnienia majątkowego”⁷. Cena emisyjna musi zostać uznana za nieadekwatnie niską, jeżeli wkład pieniężny lub niepieniężny wniesiony do spółki na pokrycie nowo wyemitowanych akcji przedstawia wartość niższą niż ta, która wynika z proporcji pomiędzy rzeczywistą wartością spółki a udziałem nowych akcji w jej kapitale. W efekcie dochodzi do wewnętrznego transferu aktywów: wartość starych akcji „topnieje” na rzecz akcji nowych⁸.

Mechanizm owego wewnętrznego transferu można przedstawić na następującym przykładzie⁹.

PRZYKŁAD

Spółka X posiada kapitał zakładowy w wysokości 1 000 000 złotych, rozłożony na 100 000 akcji, zaś jej majątek przedstawia wartość 2 000 000. Wynika stąd, że na jedną akcję o wartości nominalnej równej 10 zł przypadają aktywa w wysokości 20 zł. Następnie spółka ta dokonuje podwyższenia kapitału przez emisję kolejnych 100 000 akcji, które zostają objęte po cenie emisyjnej równej wartości nominalnej, tj. 10 zł, np. przez akcjonariusza większościowego lub podmiot powiązany. W wyniku tej operacji majątek spółki wzrosnie do 3 000 000 zł (2 000 000 zł [dotychczasowy] + 100 000 x 10 zł [wpływy z emisji]). Jednocześnie jednak majątek ten rozkłada się na dwukrotnie większą liczbę akcji. W efekcie wartość przypadająca na jedną starą akcję obniży się z 20 do 15 zł (3 000 000 zł : 200 000 akcji), natomiast wartość akcji nowej emisji okaże się w wyniku tego wewnętrznego transferu wyższa aniżeli jej cena emisyjna (10 zł [cena emisyjna] < 15 zł [wartość księgową po emisji]).

W ten sposób dochodzi do transferu wartości, w wyniku czego akcjonariusze nieuczestniczący w podwyższeniu kapitału ponoszą uszczerbek majątkowy na rzecz akcjonariusza obejmującego nowe akcje po cenie „dyskontowej”. Przypadek ten został w literaturze niemieckiej trafnie nazwany „subwencjonowaniem ukośnym” (*Quersubventionierung*) podmiotu obejmującego nową akcję przez wyłączonych (dotychczasowych) akcjonariuszy¹⁰. Ilustracja staje się jeszcze klarowniejsza, jeżeli wyobrazimy sobie, iż krótko po emisji walne zgromadzenie podejmuje uchwałę o rozwiązaniu spółki. W takiej sytuacji – pozostając przy liczbach podanych w przykładzie – akcjonariusz większościowy zyskałby kosztem akcjonariuszy mniejszościowych 500 000 zł $[(15 \text{ zł} - 10 \text{ zł}) \times 100 000]$ ¹¹.

Krajowa praktyka dostarcza przykłady szczególnie drastycznych operacji tego typu skutkujących opresją mniejszości przez rozwodnienie majątkowe ich akcji, zdarzają się one nawet w spółkach publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych¹².

Prawo poboru a prawa udziałowe i kontrolne akcjonariuszy

Dla problematyki poruszanej w niniejszym artykule nieco mniejsze znaczenie będzie

miał inny aspekt związany z ochronną funkcją prawa poboru, a mianowicie ochrona przed rozwodnieniem udziałowym, tj. zmniejszeniem kontroli nad spółką, stąd też problematyka ta zostanie poniżej potraktowana jedynie skrótowo¹³. Emisja akcji dokonana z odstępstwem od zasady przydziału akcji *pro rata* powoduje po stronie nieuczestniczących akcjonariuszy spadek udziału w spółce, co skutkuje odpowiednim osłabieniem ich pozycji w odniesieniu do wszelkich praw majątkowych i korporacyjnych. Arytmetyczne zmniejszenie się udziału akcjonariusza w spółce nie zawsze jednak oznacza rzeczywistą zmianę sytuacji akcjonariusza. W wielu przypadkach drobni akcjonariusze, którzy nie mają wpływu na spółkę, postrzegają swój udział w korporacji jedynie jako inwestycje, stąd też zainteresowani są jedynie w zachowaniu substratu majątkowego. Z punktu widzenia drobnego akcjonariusza nie ma bowiem praktycznego znaczenia, czy posiada 0,0001 czy 0,00008 proc. ogólnej liczby głosów. Jest to szczególnie aktualne w odniesieniu do spółek, których akcje znajdują się w obrocie na rynku regulowanym. W takiej sytuacji dzięki płynności obrotu możliwe jest dokupienie akcji na wtórnym rynku i w ten sposób przywrócenie pierwotnego stanu posiadania¹⁴. W takiej sytuacji istnieje jednak potencjalnie zagrożenie, że w niektórych przypadkach akcjonariusze chcący powetować sobie zmniejszenie udziału zareagują wzmożonym popytem, powodując wyższą kurs, przez co osoby nabywające akcje nowej emisji zyskają kosztem drobnych akcjonariuszy wyłączonych z partycypacji w podwyższeniu kapitału¹⁵. Powtarzające się pozbawianie akcjonariuszy mniejszościowych prawa poboru akcji prowadzi w konsekwencji do wykluczania ich ze spółki „na raty”¹⁶.

Zbywalność prawa poboru w świetle jego funkcji ochronnych

Prawo poboru jest prawem zbywalnym. Zbywalność prawa poboru jest nie tylko jego cechą wynikającą z faktu, że prawo to ma przeważający majątkowy charakter i jako takie

może być przedmiotem czynności prawnej zobowiązującej czy rozporządzającej (art. 509 k.c.). Zbywalność prawa poboru jest także uzasadniona jego – opisaną powyżej – funkcją ochronną. O rzeczywistym pełnieniu tej funkcji może być mowa jedynie wtedy, kiedy akcjonariusz będzie miał możliwość odpłatnego zbycia swego prawa. Wówczas to, w przypadku kiedy nie jest on zainteresowany w objęciu podwyższonego kapitału lub też nie ma środków na jego pokrycie, zbycie prawa poboru będzie stanowić finansową rekompensatę rozwodnienia majątkowego i udziałowego. Zbywalność prawa poboru w istotny sposób wzmacnia więc ochronną funkcję tego prawa i daje akcjonariuszowi wybór sposobu tej ochrony. W grę wchodzi bowiem, z jednej strony, wykonanie prawa poboru, wówczas za cenę dodatkowego zaangażowania kapitałowego akcjonariusz utrzymuje swój procentowy stan posiadania w spółce, z drugiej zaś strony odpłatne zbycie prawa poboru, w takim przypadku rozwodnienie udziałowe będzie zrekomensowane finansowo środkami pochodzącymi ze zbycia prawa poboru¹⁷. Szczególne znaczenie ochrona ta ma w sytuacji, kiedy nowe akcje są zbywane po cenie nieadekwatnie niskiej. W takim przypadku uszczerbek dla akcjonariusza niepartycypującego byłby szczególnie istotny (rozwodnienie majątkowe). Należy stanąć na stanowisku, że w opisanym przypadku nie można powołać się na argument *volenti non fit iniuria*, bazujący na twierdzeniu, że skoro akcjonariusz ma możliwość objęcia nowych akcji w ramach prawa poboru, to dobrowolne nieuczestniczenie w podwyższeniu kapitału jest jego autonomiczną decyzją i jako takie nie może być podstawą dodatkowych roszczeń. Argument taki bezasadnie ignorowałby jednak przypadki, w których akcjonariusz nie dysponuje wystarczającymi środkami¹⁸ bądź też nie zamierza się bardziej angażować kapitałowo w spółkę – swoisty „przymus” inwestowania byłby bowiem sprzeczny z zasadą ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy do wysokości *dobrowolnie* wniesionych wkładów (*argumentum a art. 300 § 4 i 5 k.s.h.*).

W sytuacji wątpliwości co do adekwatności ceny emisyjnej (hasło: „rozwodnienie mająt-

kowe”), prawo poboru może pełnić funkcję swoistego „arbitrażu” cenowego: rachunkowa wartość prawa poboru będzie bowiem odzwierciedlać różnicę pomiędzy ceną emisyjną nowych akcji a ich rzeczywistą czy też rynkową wartością¹⁹, im większe dyskonto przy emisji, tym wyższa cena prawa poboru. W obrocie pierwotnym problemem może być jednak płynność utrudniająca zbycie prawa poboru po cenie odpowiadającej jego wartości wyliczonej w podany powyżej sposób. Tym bardziej uzasadnia to powstrzymanie się od wprowadzania dodatkowych utrudnień w obrocie prawem poboru. Mowa o „arbitrażu” cenowym, którego instrumentem może być prawo poboru, jest dodatkowo (szczególnie) aktualna w przypadku emisji, które mogą prowadzić do zmiany kontroli nad spółką (hasło: „rozwodnienie udziałowe”). Pozbawienie drobnych akcjonariuszy prawa poboru nowych akcji może być dla podmiotu przejmującego/próbującego przejąć kontrolę nad spółką znacznie korzystniejszą opcją, aniżeli nabywanie istniejących praw udziałowych, ponieważ to ostatnie wywołuje presję popytową, a przez to wzrost kursu akcji, co prowadzi do podniesienia kosztów całej operacji z korzyścią dla drobnych akcjonariuszy, którzy otrzymują w ten sposób swego rodzaju premię za oddanie kontroli²⁰.

Jeśli emisja akcji jest dokonywana z zachowaniem prawa poboru, wówczas, nawet jeśli akcjonariusz zbywa przysługujące mu prawo poboru, pozbywając się przy tym przysługującej mu części kontroli, pozbawienie takie dokonuje się za wynagrodzeniem, które stanowi cena uzyskana w zamian za zbywane prawo poboru, która to cena uwzględnia również „premię kontrolną”. Zarysowane tutaj zależności ekonomiczne muszą być uwzględniane przy interpretacji przepisów regulujących zbywanie prawa poboru.

Dodatkowo, ponieważ chodzi o ingerencję w sytuację prawną akcjonariusza poprzez ograniczenie prawa przyznanego w art. 433 § 1 k.s.h., ewentualne ograniczenia zbywalności dokonane na podstawie uchwały walnego zgromadzenia będą musiały spełniać surowe materialno- i formalnoprawne wymogi określone w art. 433 § 2 k.s.h.²¹.

Kwalifikacja prawa poboru jako „przedakcji” i wynikające stąd implikacje

Ograniczenia zbywalności prawa poboru wynikające ze stosunku prawnego łączącego akcjonariusza ze spółką

Istnieje kilka możliwych źródeł ograniczeń zbywalności prawa poboru w relacji akcjonariusz–spółka: odpowiednie postanowienia statutu, uchwała walnego zgromadzenia lub też indywidualna umowa pomiędzy akcjonariuszem a spółką²². Do postanowień statutu przepis art. 509 § 1 k.c., traktujący o zastrzeżeniu umownym, będzie się stosował bądź wprost, jeżeli przyjmiemy teorię umowną, w myśl której statut to wielostronna czynność prawna²³, bądź też w drodze analogii, jeżeli przyjmiemy, że statut jest jednostronnym aktem, objawem zbiorowej woli połączonych w spółkę jednostek²⁴. W literaturze wyrażono pogląd przyjmujący dopuszczalność ograniczenia, a nawet wyłączenia zbywalności prawa poboru w przedstawiony sposób (relacja spółka–akcjonariusz) zgodnie z brzmieniem art. 509 § 1 k.c.²⁵. Do stanowiska tego należy odnieść się krytycznie, jeśli traktuje ono o ograniczeniach wynikających ze statutu lub uchwały walnego zgromadzenia. Specyfika prawa poboru, a zwłaszcza jego terminowość, nie pozwala na tego typu przyzwalające podejście w kwestii dopuszczalności wprowadzania restrykcji w zakresie zbywalności prawa poboru. Przy rozważaniu dopuszczalności wprowadzania ograniczeń zbywalności prawa poboru należy mieć najpierw na względzie, że prawo poboru jest prawem poprzedzającym chronologicznie uzyskanie praw z akcji, których nabycie jest uzależnione od spełnienia określonych warunków. Obrót prawem poboru powinien zatem być traktowany jako obrót warunkową „przedakcją”. W związku z takim stwierdzeniem uwzględnienia wymagają przepisy kodeksu spółek handlowych dotyczące obrotu akcjami. Postanowienia kodek-

sowe dotyczące obrotu akcjami można podzielić na te, które dotyczą *formy* przeniesienia akcji, oraz te dotyczące *zasady zbywalności akcji*, w tym również dopuszczalnych wyjątków od tej zasady (ograniczeń zbywalności).

Przepisy należące do pierwszej grupy (tj. regulujące formę przeniesienia) nie mogą znaleźć zastosowania w odniesieniu do prawa poboru, choćby z uwagi na okoliczność, że brak tu jest odpowiadającego dokumentowi akcji materialnego nośnika inkorporującego prawo objęcia akcji.

Relevantne pozostają natomiast przepisy należące do drugiej ze wspomnianych grup, a mianowicie dotyczące zasady zbywalności akcji i dopuszczalnych ograniczeń (wyjątków) w tym zakresie. Jako punkt wyjścia należy podkreślić, że ustawa przewiduje generalną zasadę zbywalności akcji (art. 337 § 1 k.s.h.), co jest urzeczywistnieniem jednej z cech spółki akcyjnej, mianowicie jej otwartości oraz łatwości wejścia/wyjścia. Od zasady tej zachodzą jednak wyjątki. Ustawa dopuszcza mianowicie możliwość statutowego ograniczenia – ale nie wyłączenia – zbywalności akcji, w szczególności poprzez zastrzeżenie konieczności uzyskania zgody spółki na dokonanie rozporządzenia²⁶. Tego typu restrykcyjne postanowienia statutu dopuszczalne są jednak wyłącznie w odniesieniu do akcji imiennych (art. 337 § 2 k.s.h.). Ograniczenia zbywalności akcji na okaziciela nie mogą natomiast w żadnym wypadku wynikać ze statutu. Wprowadzenie takich ograniczeń jest dopuszczalne jedynie w drodze umownej, przy czym stosowna umowa zawsze ma charakter czasowy i nie może być zawarta na okres dłuższy niż 5 lat dla rozporządzenia akcją i 10 lat dla prawa pierwokupu i innego prawa pierwszeństwa (art. 338 § 1 i 2 k.s.h.).

Rozpatrując zatem prawo poboru jako formę „przedakcji”, należy w konsekwencji stwierdzić, że:

- nie jest dopuszczalne całkowite statutowe wyłączenie zbywalności prawa poboru;
- statutowe ograniczenia zbywalności nie mogą w żadnym wypadku dotyczyć prawa poboru, którego przedmiotem są akcje na okaziciela;

- w stosunku do prawa poboru uprawniającego do objęcia akcji imiennych możliwe jest wprowadzenie statutowych ograniczeń zbywalności, ale nie mogą one polegać na całkowitym wyłączeniu zbywalności.

Stosowanie przedstawionych zasad wymaga jednak uwzględnienia czasowego charakteru prawa poboru. Prawo to, jak wiadomo, wygasa po bezskutecznym upływie terminu przewidzianego do jego wykonania. Dlatego ograniczenia zbywalności prawa poboru uprawniającego do objęcia akcji imiennych nie mogą być tego rodzaju, że wyłączają one w praktyce możliwość jego zbycia. Wykluczenie możliwości zbycia prawa poboru uderzałoby bowiem w będący *ratio legis* jego wprowadzenia zamiar ustawodawcy zapewnienia akcjonariuszom ochrony przed negatywnymi skutkami podwyższenia kapitału (efekt rozwodnienia). Zbycie prawa poboru, jako alternatywa jego wykonania, umożliwia bowiem akcjonariuszowi finansowe zrekomensowanie sobie skutków rozwodnienia. Dlatego też zgoda zarządu na zbycie akcji powinna być udzielona bezzwłocznie po zgłoszeniu przez akcjonariusza zamiaru przeniesienia przysługującego mu prawa poboru. Jeżeli natomiast spółka odmawia wyrażenia zgody, powinna bez zbędnej zwłoki wskazać innego nabywcę (modyfikacja postanowienia art. 337 § 4 zd. 4 k.s.h., według którego w przypadku zbycia akcji termin na wskazanie innego nabywcy nie może być dłuższy niż dwa miesiące – w przypadku prawa poboru akceptacja tak długiego terminu przekreślałaby *de facto* możliwość jego zbycia). Nowy nabywca powinien być w każdym razie wskazany odpowiednio wcześniej przed upływem terminu przewidzianego do wykonania prawa poboru.

Te same zasady znajdują zastosowanie w sytuacji, kiedy ograniczenie zbywalności akcji wynika z uchwały walnego zgromadzenia.

Nie ma natomiast żadnych przeszkód, aby ograniczyć zbywalność prawa poboru w drodze indywidualnej umowy zawartej pomiędzy akcjonariuszem a spółką. Ograniczenie to może dotyczyć prawa do objęcia wszelkiego rodzaju akcji. Dopuszczalność takiego

umownego ograniczenia wynika w drodze analogii z postanowień art. 338 § 1 i 2 k.s.h., zezwalających na tego typu ograniczenia w stosunku do akcji, w tym także akcji na okaziciela. Wynika to stąd, że inaczej niż przy ograniczeniach statutowych bądź wynikających z uchwały walnego zgromadzenia, a więc mogących dojść do skutku wbrew woli danego akcjonariusza, nie zachodzi w takim przypadku zagrożenie interesu akcjonariusza, gdyż zawarcie takiej ograniczającej zbywalność umowy jest pozostawione jego prywatnoprawnej autonomii.

Wpływ istniejących ograniczeń zbywalności akcji na zbywalność prawa poboru

Kolejną wymagającą rozważenia kwestią jest wpływ ograniczeń zbywalności akcji na zbywalność wynikającego z nich prawa poboru. W doktrynie wyrażono pogląd, że statutowe ograniczenia zbywalności akcji odnoszą się wyłącznie do wszelkich praw niemających, nie dotyczą zaś prawa do dywidendy lub do kwoty likwidacyjnej, które to prawa akcjonariusz może skutecznie zbyć mimo istniejących ograniczeń zbywalności akcji, z których te prawa wynikają²⁷. Pogląd ten został w piśmiennictwie uznany za zasadny także w odniesieniu do prawa poboru²⁸. W uzasadnieniu tego stanowiska powołano się na zasadę *exceptiones non sunt extentendae*, która według przytaczanego poglądu znajduje dla tego przypadku zastosowanie z uwagi na okoliczność, że ograniczenia zbywalności traktowane być muszą jako wyjątki od ogólnej zasady zbywalności odnoszącej się zarówno do akcji, jak i do prawa poboru. Pogląd ten trudno zaakceptować bez zastrzeżeń. Zamieszczenie w statucie spółki ograniczenia zbywalności akcji imiennych powoduje, jeśli nawet nie „zamrożenie” składu akcjonariatu, to przynajmniej utrudnienie w zmianie jego składu i poddanie tych zmian kontroli ze strony spółki. Taka jest główna funkcja tego rodzaju klauzul – „zamknięcie spółki”. Przyjęcie dopuszczalności zbywania prawa poboru powodowałoby nieskuteczność wspomnianego postanowienia i podważenie celu, któremu ma ono służyć. Dlatego nawet

w braku wyraźnego postanowienia statutu w kwestii ograniczenia zbywalności prawa poboru akcji imiennych należy dokonując wykładni odnośnych klauzul odpowiedzieć na pytanie, czy intencją twórców statutu nie było objęcie ograniczeniem także prawa poboru akcji nowych emisji? Na pytanie takie będzie jednak w większości przypadków należało udzielić odpowiedzi pozytywnej, zwłaszcza zaś w przypadku, kiedy statutowe ograniczenie zbywalności przewidziano dla wszystkich kolejnych emisji akcji, co wyraźnie wskazuje na zamiar zamknięcia spółki²⁹. Należy jednak pamiętać, że ograniczenie takie nie będzie się stosować do prawa poboru uprawniającego do objęcia akcji na okaziciela, co wynika z tego, że prawo poboru takich akcji dzieli ich reżim prawny w zakresie (możliwych ograniczeń) obrotu. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że kwestię tę dosłownie rozstrzyga prawo francuskie: zgodnie z art. L 225-132 zd. 3 *Code de Commerce* zbywalność prawa poboru podlega takim samym ograniczeniom, jak zbywalność akcji, z których ono wynika.

Zgodnie z wywodami poczynionymi w powyższym punkcie, w przypadku zbycia prawa poboru istotny jest aspekt czasowy, ponieważ prawo poboru wygasa po upływie terminu przewidzianego dla jego wykonania – inaczej niż roszczenie o wypłatę dywidendy czy też sumy likwidacyjnej. Owa cecha „nietrwałości” prawa poboru nie uzasadnia jeszcze przyjęcia całkowitej niedopuszczalności ograniczenia zbywalności tego prawa. Pozycja akcjonariusza jest wystarczająco dobrze chroniona, jeśli przyjmiemy istnienie maksymalnych ram dla tego ograniczenia, uwzględniających naturę prawa poboru, tj. udzielenie przez zarząd zgody na zbycie albo wskazanie innego nabywcy, dokonane bez nieuzasadnionej zwłoki, w czasie umożliwiającym akcjonariuszowi dokonanie zbycia przysługującego mu prawa poboru, a nabywcy jego wykonanie, czyli ze stosownym wyprzedzeniem przed upływem terminu do zapisywania się na akcje. Ewentualne ryzyko zbyt późnego zgłoszenia ponosi akcjonariusz-zbywca.

Jeżeli statut zastrzega dodatkowo prawo pierwokupu akcji na rzecz pozostałych akcjonari-

ariuszy, wykładnia odnośnych postanowień statutu w odniesieniu do prawa poboru powinna również iść w kierunku objęcia prawem pierwokupu prawa poboru wynikającego z akcji objętych pierwotnie tym prawem (rozszerzenie ograniczenia poprzez wykładnię funkcjonalną).

Ograniczenia wynikające ze stosunku prawnego łączącego akcjonariusza z osobą trzecią

Jak zaznaczono powyżej, źródłem ograniczenia zbywalności akcji może być nadto umowa zawarta pomiędzy akcjonariuszem a osobą trzecią (tj. podmiotem innym niż spółka, która jest dłużnikiem wierzytelności). W szczególności może tu chodzić o umowy zawarte pomiędzy akcjonariuszami. W takim przypadku nie zachodzi jednak oczywiście zastrzeżenie umowne, o którym mowa w art. 509 § 1 k.c., lecz obligacyjny stosunek zobowiązaniowy skuteczny wyłącznie *inter partes*. Zbycie prawa poboru dokonane z naruszeniem postanowień omawianej umowy będzie musiało zostać uznane za ważne. Zbywca będzie jednak musiał liczyć się z odpowiedzialnością odszkodowawczą wobec kontrahenta. Na pewne praktyczne trudności może jednak natrafić próba wykazania wysokości szkody. Dlatego też instrumentem zabezpieczającym kontrahenta może być w takiej sytuacji zastrzeżenie kary umownej (art. 483 k.c.) na wypadek naruszenia umowy.

Podsumowanie

Podsumowując należy stwierdzić, że:

- Prywatnoprawny obrót prawem poboru dokonuje się w ramach wyznaczonych przez dwie ustawy – kodeks cywilny oraz kodeks spółek handlowych.
- Właściwym reżimem prawnym jest umowa przeniesienia wierzytelności – przelew (art. 509 i nast. k.c. w zw. z art. 2 k.s.h.).
- Dokonując interpretacji kodeksu cywilnego, należy uwzględnić naturę i funkcję prawa po-

boru oraz reżim prawny obowiązujący dla obrotu akcjami. W ten sposób będzie można ustalić dopuszczalność i zakres ograniczeń zbywalności prawa poboru w drodze przelewu (w odstępstwie od liberalnego podejścia art. 509 § 1 *in fine* k.c.).

● Prawo poboru pełni funkcję ochronną – jednym ze sposobów ochrony akcjonariuszy mniejszościowych przed negatywnymi skutkami rozwodnienia jest zbycie przysługującego im prawa poboru, co pozwoli na finansową rekompensatę rozwodnienia.

● Charakter i funkcje prawa poboru wykluczają możliwość arbitralnego ograniczenia jego zbywalności w statucie oraz uchwale walnego zgromadzenia – konieczne jest w każdym przypadku uwzględnienie rodzaju akcji, jakich ograniczenie ma dotyczyć.

● Dla obrotu prawem poboru istotne znaczenie ma reżim obrotu akcjami, ponieważ prawo poboru stanowi formę „przedakcji”.

● Nie jest dopuszczalne całkowite statutowe wyłączenie zbywalności prawa poboru.

● Statutowe ograniczenia zbywalności nie mogą w żadnym wypadku dotyczyć prawa poboru, którego przedmiotem są akcje na okaziciela.

● W stosunku do prawa poboru uprawniającego do objęcia akcji imiennych możliwe jest wprowadzenie statutowych ograniczeń zbywalności, ale nie mogą one polegać na całkowitym wyłączeniu zbywalności.

● Nie ma natomiast żadnych przeszkód, aby ograniczyć zbywalność prawa poboru w drodze indywidualnej umowy zawartej pomiędzy akcjonariuszem a spółką. Ograniczenie to może dotyczyć prawa do objęcia wszelkiego rodzaju akcji. Dopuszczalność takiego umownego ograniczenia wynika w drodze analogii z postanowień art. 338 § 1 i 2 k.s.h.

● Ograniczenie zbywalności prawa poboru jest ingerencją w prawo przyznane akcjonariuszom na podstawie art. 433 § 1 k.s.h., stąd

też wymagane jest spełnienie wymogów określonych w art. 433 § 2 k.s.h.

● Jeżeli prawo poboru wynika z akcji, które podlegają ograniczeniom w zakresie zbywalności, wówczas należy dokonać wykładni celowościowej postanowień stanowiących źródło takich ograniczeń. Jeżeli – w ramach dopuszczalnych przez prawo – celem jest „zamknięcie” spółki, wówczas zgodnie z wykładnią celowościową prawo poboru dzieli reżim prawny tych akcji w zakresie istniejących ograniczeń zbywalności (np. zastrzeżenie prawa pierwszeństwa na rzecz pozostałych akcjonariuszy).

● Źródłem ograniczenia zbywalności akcji może być nadto umowa zawarta pomiędzy akcjonariuszem a osobą trzecią (tj. podmiotem innym niż spółka, która jest dłużnikiem wierzytelności), zwłaszcza umowy zawarte pomiędzy akcjonariuszami. W takim przypadku nie można mówić o zastrzeżeniu umownym w rozumieniu art. 509 § 1 k.c., lecz o zastrzeżeniu obligacyjnym skutecznym *inter partes*. ■

¹ W kontekście publicznego obrotu prawo poboru rozumiane jest jako tzw. jednostkowe prawo poboru, tj. prawo wynikające z jednej akcji. Wyodrębnienie kategorii tzw. jednostkowego prawa poboru nie ma znaczenia dla funkcji samej instytucji, a jedynie podyktowane zostało potrzebą standaryzacji przedmiotu obrotu (papieru wartościowego) w publicznym obrocie wtórnym; na temat pojęcia tzw. jednostkowego prawa poboru zob. A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 252 i nast.

² Zob. szerokie omówienie u A. Radwan, *Prawo poboru...*, op. cit., L. Sobolewski, *Prawo poboru i wyłączne prawo objęcia proporcjonalnej liczby akcji spółki publicznej*, „Glosa” 1998 nr 6, s. 7 i nast.

³ Zob. przykładowo orzeczenie Sądu Najwyższego z 8 września 2006 r. (sygn. akt II CSK 92/06).

⁴ Zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op. cit., s. 261–262.

⁵ P. Grzejszczak, *Prawo poboru akcji*, Warszawa 1998, s. 79–85; S. Soltysiński [w:] S. Soltysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. III, Warszawa 2003, uw. do art. 433, nb. 4 (s. 1130); R. Jurga, M. Michalski, *Spółka publiczna w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2000, s. 250.

⁶ Zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op. cit., s. 139–142.

⁷ Zob. M. Cejmer, *Wyłączenie prawa poboru akcji na gruncie postanowień dyrektywy kapitałowej a instytucja kapitału autoryzowanego* [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Europejskie prawo spółek*, tom II; *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, cz. 2, Warszawa 2005, s. 312–315; A. Radwan, *Prawo poboru...*, op. cit., s. 169 i nast.

- ⁸ Zob. J. Napierała [w:] A. Koch, J. Napierała (red.), *Prawo handlowe*, Zakamycze 2002, s. 424–425; M. Romanowski, *Cena emisyjna akcji*, PPH 1999 nr 7, s. 45; A. Radwan, *Prawo poboru...*, op. cit., s. 169–170; H. Hirte, H. Hirte, *Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung*, Kolonia 1986, s. 7 i nast.; H. Hirte, *Kapitalgesellschaftsrecht*, wyd. 2, Kolonia 1999, s. 261.
- ⁹ Przykład ten stanowi pewne uproszczenie, ponieważ odwołuje się jedynie do wartości księgowej; zob. też J. Napierała, ibidem; A. Radwan, ibidem.
- ¹⁰ Zob. M. Habersack, *Die Mitgliedschaft – subjektives oder „sonstiges“ Recht*, Mohr (Siebeck), Tübingen 1996, s. 269; aprobującą W. Bayer, *Transparenz und Wertprüfung beim Erwerb von Sacheinlagen durch genehmigtes Kapital*, Festschrift für Peter Ulmer, De Gruyter, Berlin 2003, s. 25.
- ¹¹ Przedstawiony model prezentujący mechanizm „rozwodnienia” majątkowego jest modelem nieco uproszczonym, ponieważ zakłada, że wartość spółki jest równa wartości księgowej. W praktyce ustalenie rzeczywistej wartości spółki naraża na spore trudności i może leżeć zarówno powyżej, jak i poniżej jej wartości księgowej. Najbardziej miarodajna wydaje się być w tych okolicznościach wartość rynkowa, jeżeli wycena dokonana się na efektywnym rynku i w ciągu odpowiednio długiego okresu. W każdym razie w przypadku emisji dokonanej z pominięciem dotychczasowych akcjonariuszy konieczne będzie wykazanie, że cena emisyjna jest w danych warunkach adekwatna i nie powoduje pogorszenia sytuacji nieuczestniczących akcjonariuszy. Obowiązek taki może wynikać wprost z mocy prawa (por. art. 433 § 2 *in fine* k.s.h., art. 29 ust. 4 zd. 3 drugiej dyrektywy o ochronie kapitału) bądź z obowiązku lojalności zarządu wobec akcjonariuszy (*fiduciary duty*). Problem nieadekwatności ceny emisyjnej będzie występował w praktyce przede wszystkim wkładów niepieniężnych. W takim przypadku jednak w Europie obowiązuje wymóg przedłożenia opinii biegłych rewidentów stwierdzającej prawidłowość przyjętej wyceny (art. 10 ust. 2 w zw. z art. 27 ust. 2 *in fine* drugiej dyrektywy, por. art. 312 w zw. a art. 431 § 7 k.s.h.).
- ¹² Przykładem z ostatnich miesięcy jest przypadek spółki Optimus S.A., która dokonała dyskontowej emisji akcji na rzecz wybranego inwestora (po cenie 1 zł, tj. znacznie poniżej kursu akcji z chwili emisji), dodatkowo zatajając informację o dokonaniu tej emisji przed pozostałymi akcjonariuszami – postępek ten zadecydował o zawieszeniu przez ówczesną KPWiG (obecnie KNF) obrotu akcjami spółki Optimus, oraz dalszych konsekwencji, co szeroko relacjonowała prasa ekonomiczna.
- ¹³ Zob. szczegółowe omówienie A. Radwan, *Prawo poboru...*, op. cit., s. 156 i nast.; zob. też M. Cejmer, *Wylączenie...*, op. cit., s. 311–312.
- ¹⁴ Możliwość dokupienia akcji na rynku pierwotnym została nawet określona w literaturze niemieckiej mianem „faktycznego prawa poboru” (*faktisches Beyugsrecht*), zob. M. Hoffmann-Becking, *Neue Formen der Aktienemission* [w:] E. Niederleithinger, R. Werner, Rosemarie, G. Wiedemann (red.), *FS Lieberknecht*, Monachium 1997, s. 27.
- ¹⁵ Zwraca na to uwagę W. Zöllner, *Gerechtigkeit bei der Kapitalerhöhung*, Die Aktiengesellschaft (AG) 2002, s. 592.
- ¹⁶ Tak H. Hirte, *Bezugsrechtsausschluß...*, op. cit., s. 31; aprobującą między innymi H. Wiedemann [w:] K. J. Hopf, H. Wiedemann (red.), *Großkommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl. 5. Lieferung (§ 179–191 AktG), Bonn-Nowy Jork 1995, uw. do § 186, nb. 13.
- ¹⁷ Zob. M. Romanowski, *Cena emisyjna...*, op. cit., s. 45.
- ¹⁸ Taki właśnie stan faktyczny leżał u podstaw nowojorskiej sprawy *Katzowitz v. Sidler* [24 N.Y. 2d 512, 249 N.E. 2d 359, 301 N.Y. S.E. 2d 470 (1969)] – zob. I. MacNeil, *Shareholders' Pre-Emptive Rights*, *Journal of Business Law* (JBL) 2002, s. 83–84 – w której nowe akcje wydane zostały po cenie emisyjnej stanowiącej ułamek ich wartości. Akcjonariusze nie brali udziału w nowej emisji nie z uwagi na ich formalne wyłączenie (pozbawienie prawa poboru), ale z uwagi na brak środków koniecznych do objęcia nowych akcji. Ustalenie niewspółmiernie niskiej ceny emisyjnej zostało jednak uznane przez sąd za naruszenie obowiązku lojalności ze strony zarządu (*breach of fiduciary duty*) względem mniejszości.
- ¹⁹ Zob. M. Cejmer, *Wylączenie...*, op. cit., s. 313.
- ²⁰ Zob. H. Hirte, *Einige Gedanken zur Entwicklung des Bezugsrechts in den Vereinigten Staaten*, AG 1991, s. 169, stwierdza w tym kontekście, że: „das mit jeder Aktie verbundene Stimmrecht [...] kann durch eine Kontrollprämie versilbert werden”.
- ²¹ Błędnie w tej mierze sąd instancyjny – sąd apelacyjny w sprawie II CSK 92/06 – zob. wyżej, przypis nr 3.
- ²² P. Grzejszczak wymienia umowę między akcjonariuszem a spółką jako przypadek umowy zawartej pomiędzy akcjonariuszem a osobą trzecią, w odróżnieniu od umów zawieranych pomiędzy akcjonariuszami (zob. P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 186). Podział ten jest błędny, ponieważ stosunek prawny, którego stroną jest spółka, będąca dłużnikiem przełowanej wierzytelności, jest objęty hipotezą art. 509 § 1, w związku z czym ograniczenia wynikające z takiego stosunku skuteczne są *erga omnes*, podczas gdy umowy między akcjonariuszami mają skutek obligacyjny *inter partes* i w tym sensie są zbliżone do umów zawartych między akcjonariuszem a osobą trzecią. Podtypem umowy zawartej między akcjonariuszem a osobą trzecią nie jest więc umowa zawarta ze spółką, lecz z innym akcjonariuszem.
- ²³ Tak S. Soltysiński [w:] S. Soltysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks...*, tom III, op. cit., uw. do art. 304, nb 6–7 i uw. do art. 422, nb. 5.
- ²⁴ Tak A. Doliński, *Prawny charakter subskrypcji akcji*, Lwów 1901, s. 84.
- ²⁵ Zob. P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 187–189.
- ²⁶ Dodatkowo istnieją specjalne wyjątki o charakterze ustawowym dotyczące akcji obejmowanych w zamian za wkłady niepieniężne (art. 336 § 1 k.s.h.) oraz akcji, z którymi związany jest obowiązek powtarzających się świadczeń niepieniężnych (art. 356 § 1 k.s.h.).
- ²⁷ Zob. M. Allerhand, *Kodeks handlowy. Komentarz* (prze-druk), Bielsko-Biała 1998, uwagi do art. 348.
- ²⁸ Tak P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 186.
- ²⁹ Tak słusznie S. Soltysiński [w:] S. Soltysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks...*, tom III, op. cit., uw. do art. 337, nb. 10, s. 268. W przypadku, kiedy postanowienie statutu ograniczające zbywalność akcji dotyczy generalnie wszystkich kolejnych emisji akcji danej spółki, pogląd, że takie postanowienie ograniczające obejmuje także prawo poboru, podzieliła również P. Grzejszczak (*Prawo...*, op. cit., s. 189).