

Wybrane aspekty podmiotowej strony prawa poboru akcji

ARKADIUSZ RADWAN LL.M.

doktorant w Katedrze Prawa Gospodarczego Prywatnego Uniwersytetu Jagiellońskiego

W przypadku podwyższenia kapitału przez emisję akcji akcjonariusze mają prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji (prawo poboru). Dyspozycja art. 433 § 1 k.s.h. wskazuje akcjonariusza jako podmiot uprawniony do wykonania prawa poboru. Jednocześnie prawo poboru jest instrumentem ochrony interesów akcjonariuszy (mniejszościowych). W określonych sytuacjach ustalenie podmiotowej strony prawa poboru może jednak wywoływać pewne wątpliwości. Rozwianie niektórych z nich jest celem niniejszego opracowania.

A. Zasada ogólna

I. Materialna i formalna legitymacja do wykonania prawa poboru

Zasadniczo podmiotem legitymowanym do wykonania prawa poboru jest akcjonariusz. W nauce prawa rozróżnia się formalną i materialną legitymację do wykonania prawa. W odniesieniu do praw akcjonariusza oznacza to, że legitymowanym materialnie jest podmiot, któremu prawo rzeczywiście przysługuje. Pojęcie legitymacji formalnej nawiązuje natomiast do możliwości wykazania przed spółką faktu przysługiwania prawa.

Najczęściej fakt przysługiwania prawa jest w stanie wykazać osoba, której prawo to rzeczywiście przysługuje. Wówczas ma miejsce pożądaný przez porządek prawny zbieg materialnej i formalnej legitymacji w osobie jednego podmiotu. Możliwe są jednak odstępstwa od tego stanu. Problemy zaistniałe na kanwie tego rodzaju dualizmu będą musiały zostać rozwiązane w stosunku wewnętrznym, tj. pomiędzy podmiotem legitymowanym materialnie a podmiotem legitymowanym formalnie.

Konkretne wskazanie podmiotu prawa poboru wymaga udzielenia odpowiedzi na dwa istotne pytania, a mianowicie:

- kogo należy uważać za akcjonariusza (zob. niżej punkt II) oraz
- w jakim momencie posiadanie statusu akcjonariusza jest wymagane dla uzyskania prawa poboru (niżej punkt III).

II. Status akcjonariusza

Zgodnie z art. 343 § 1 k.s.h. wobec spółki uważa się za akcjonariusza tylko tę osobę, która jest wpisana do księgi akcyjnej (w przypadku akcji imiennych) lub jest posiadaczem akcji na okaziciela, z uwzględnieniem przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Wynika z tego, że w zależności od rodzaju inkorporacji praw z akcji można wyróżnić trzy przypadki, poddane odrębnym reżimom prawnym.

1. Akcje imienne

W przypadku akcji imiennych decydujące znaczenie ma wpis do księgi akcyjnej, której prowadzenie należy do obowiązków zarządu (art. 341 § 1 k.s.h.). Zgodnie z panującym w literaturze poglądem wpis do księgi akcyjnej nie ma charakteru konstytutywnego¹. Mimo takiej kwalifikacji fakt dokonania wpisu jest rozstrzygający dla stosunku pomiędzy akcjonariuszem a spółką. Nabywca akcji imiennej ma roszczenie o wpis do księgi akcyjnej (art. 341 § 2 k.s.h.). Do czasu jednak jego dokonania status akcjonariusza przysługuje wobec spółki zbywcy, jeżeli był on ujawniony w księdze akcyjnej jako akcjonariusz (art. 343 § 1 k.s.h.). Oznacza to, że w okresie pomiędzy zbyciem akcji a dokonaniem odpowiedniego wpisu w księdze akcyjnej może zachodzić sytuacja, kiedy uprawnionym materialnie będzie nabywca akcji, podczas gdy formalna legitymacja do wykonania prawa poboru pozostanie po stronie zbywcy.

2. Akcje na okaziciela

W przypadku akcji na okaziciela materialnie uprawnionym do wykonania prawa poboru jest osoba posiadająca te akcje w dniu ustalenia prawa poboru. Formalnie uprawnionym jest natomiast ten podmiot, który wykonując prawo poboru przedłoży w spółce dokumenty akcji na okaziciela, względnie na rzecz którego przedłożenie takie nastąpi. Z punktu widzenia legitymacji formalnej miarodajną chwilą jest więc moment wykonania prawa poboru. W momencie zbycia akcji na okaziciela, dokonanego jednak z pozostawieniem przez zbywcę wynikającego z tych akcji prawa poboru, dojdzie do sytuacji, kiedy podmiot niebędący uprawnionym materialnie może jednak wylegitymować się przed spółką posiadaniem akcji i na podstawie tej formalnej legitymacji dokonać skutecznego zapisu. Podobny problem „rozejścia się” legitymacji formalnej i materialnej może zaistnieć również wówczas, kiedy akcje obciążone zostaną zastawem. Przypadek ten nie dotyczy jednak wyłącznie zagadnienia statusu akcjonariusza, lecz opiera się na szczególnym stosunku akcjonariusza z osobami trzecimi².

3. Akcje niemające formy dokumentu (znajdujące się w publicznym obrocie)

Problemy „rozejścia się” materialnej i formalnej legitymacji do wykonania prawa poboru nie występują w przypadku akcji zdematerializowanych, rejestrowanych w elektronicznym systemie kont depozytowych prowadzonych przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. W takiej sytuacji rozstrzygający jest bowiem zapis na rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 3 pr.p.w.³), z czego wynika, że aby uzyskać prawo poboru, konieczne jest dokonanie transakcji z takim wyprzedzeniem w stosunku do dnia prawa poboru, jakie wynika z terminu rozliczenia transakcji w KDPW (zob. też pkt III.2. poniżej). W dniu ustalenia prawa poboru następuje „sfotografowanie” stanu na rachunkach papierów wartościowych i kontach depozytowych prowadzonych przez KDPW⁴. Wprawdzie niekiedy do wykonywania określonych praw korporacyjnych (np. brania udziału w walnym zgromadzeniu) ustawa wymaga spełnienia dodatkowej przesłanki, jaką jest przedłożenie imiennego świadectwa depozytowego (art. 406 § 3 k.s.h., art. 11 pr.p.w.), jednakże wymóg taki nie obowiązuje w przypadku prawa poboru. Dla nabycia tego prawa wystarczający jest zatem sam zapis na rachunku papierów wartościowych. Zapis ten decyduje o statusie danej osoby jako akcjonariusza.

III. Moment posiadania statusu akcjonariusza, miarodajny dla pierwotnego nabycia prawa poboru

1. Dzień prawa poboru

Dla nabycia prawa poboru w sposób pierwotny konieczne jest posiadanie statusu akcjonariusza w określonym dniu, tzw. dniu prawa poboru, który powinien zostać wskazany w treści uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego. Dzień prawa poboru nie może być ustalony na dzień późniejszy, niż następujący w ciągu trzech miesięcy, licząc od dnia powzięcia uchwały (art. 432 § 2 k.s.h.). Ogłoszony porządek obrad walnego zgromadzenia powinien wskazywać proponowany dzień prawa poboru (art. 432 § 3 k.s.h.). Zasada ta aktualna jest zarówno w odniesieniu do spółki prywatnej, jak i publicznej. Oznacza to zmianę w porównaniu ze stanem prawnym obowiązującym pod rządami kodeksu handlowego z 1934 r., który ustalenie dnia prawa poboru przewidywał jedynie dla uchwał podjętych w spółkach publicznych. W przypadku spółek prywatnych krąg akcjonariuszy uprawnionych do wykonania prawa poboru ustalany był zasadniczo według dnia podjęcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego, choć przyjąć należy, że już na gruncie k.h. dopuszczalne było ustalenie jako dnia prawa poboru także dnia późniejszego niż dzień podjęcia uchwały.

2. Szczególne zasady obowiązujące dla spółek publicznych

W odniesieniu do spółki publicznej nieodzowne jest korzystanie z usług Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, na kontach którego rejestrowane są transakcje przeprowadzane na publicznym rynku papierów wartościowych. Zgodnie z § 38 ust. 1 Szczegółowych Zasad Działania KDPW⁵ rozliczenie transakcji w KDPW następuje, co do zasady, w terminie trzech dni, licząc od dnia zawarcia transakcji. Dzień ustalenia prawa poboru oraz dzień, w którym powinna nastąpić transakcja, której strona nabywająca akcje (nabywca) ma uzyskać „akcję z prawem poboru”, są więc różnymi dniami kalendarzowymi. Przykładowo na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie dniem uprawniającym do nabycia na sesji giełdowej akcji, z których przysługuje prawo poboru (dniem P), jest dzień przypadający w dniu sesji giełdowej, dla której termin rozliczenia transakcji na niej zawartych przypada w dniu ustalenia prawa poboru, jeżeli dzień ustalenia prawa poboru przypada w dniu rozliczeniowym w rozumieniu przepisów Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A., albo w dniu sesji giełdowej, dla której termin rozliczenia transakcji na niej zawartych przypa-

da w dniu rozliczeniowym poprzedzającym dzień ustalenia prawa poboru, jeżeli dzień ustalenia prawa poboru nie przypada w dniu rozliczeniowym w rozumieniu przepisów KDPW (rozdz. IX § 1 ust. 1 Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego⁶, dalej: *szcz.zas.obr.g.*)⁷. Z uwzględnieniem wspomnianych zasad rozliczania transakcji, prawo poboru przypada osobie, która z upływem dnia ustalenia prawa poboru była właścicielem akcji dających prawo poboru (§ 106 Szczegółowych Zasad Działania KDPW).

Przez trzy kolejne dni poprzedzające dzień uprawniający do nabycia „akcji z prawem poboru” kurs akcji podawany jest z oznaczeniem „zp”, co oznacza „z prawem poboru” (rozdz. IX § 1 ust. 2 *szcz.zas.obr.g.*). Postanowienie to wprowadza zatem dla spółek giełdowych wymóg co najmniej trzydniowego odstępu pomiędzy uchwałą o podwyższeniu kapitału zakładowego a dniem prawa poboru.

W dniu uprawniającym do nabycia akcji z prawem poboru obowiązują ponadto odmienne reguły ustalania granic maksymalnych wahań kursów akcji, z których prawo to wynika⁸.

B. Sytuacje szczególne związane z osobą akcjonariusza

Sformułowana powyżej zasada ogólna nie daje odpowiedzi na pytanie o sposób ustalenia uprawnienia do wykonania prawa poboru w określonych sytuacjach szczególnych, związanych bądź to z osobą akcjonariusza, bądź też z formą jego uczestnictwa w spółce. Do sytuacji tych należą: współwłasność (I); posiadanie przez spółkę akcji własnych (II); istnienie akcji o różnych uprawnieniach (III); posiadanie akcji nie w pełni opłaconych (IV); posiadanie świadectw tymczasowych (V) oraz posiadanie świadectw użytkowych (VI). Przypadek powierniczej własności akcji zostanie omówiony w punkcie C.IV., poświęconym szczególnym przypadkom wynikającym ze stosunków prawnych łączących akcjonariusza z osobą trzecią.

I. Współwłasność

W przypadku kiedy akcje objęte są współwłasnością, podmiotem prawa poboru są wszyscy współwłaściciele łącznie, jednakże wykonanie prawa poboru może nastąpić jedynie przez ustanowionego przez nich wspólnego przedstawiciela (art. 333 § 2 k.s.h.)⁹.

II. Akcje własne spółki

Zgodnie z art. 364 § 2 k.s.h. spółka nie wykonuje praw udziałowych z własnych akcji. W odniesieniu

do prawa poboru zakaz ten został ponadto wyartykułowany *explicite*; przepis art. 366 § 1 k.s.h. statuje bowiem zakaz obejmowania akcji własnych. Ustawa mówi tu wyraźnie o zakazie wykonywania, co pozostawia otwartą kwestię, czy z akcji własnych spółki prawo poboru w ogóle powstaje.

W doktrynie wyrażono na ten temat pogląd, zgodnie z którym zakaz wykonywania prawa poboru nie oznacza, że prawo to w ogóle nie powstaje. Według tego stanowiska spółka nie może wprawdzie wykonać prawa poboru, może jednak prawo to zbyć albo też doprowadzić do jego wygaśnięcia¹⁰. Spółka posiadająca akcje własne powinna być traktowana tak jak każdy inny akcjonariusz, z tym jednak fundamentalnym ograniczeniem, iż jej swoboda decyzyjna w przedmiocie postąpienia z przysługującym jej prawem poboru nie rozciąga się na wykonanie tego prawa.

Przedstawione stanowisko nie zasługuje na aprobatę. Pozostawienie spółce swobody rozporządzenia prawem poboru oznaczałoby akceptację dla zagrożenia wynikającego z arbitralności decyzji co do wyboru nabywcy tego prawa. Zarząd byłby wówczas władny samowolnie wywierać wpływ na skład akcjonariatu, kierując się przy tym partykularnymi interesami, niekoniecznie zgodnymi z interesami spółki i wspólników. Zbycie prawa poboru po nieadekwatnie niskiej cenie mogłoby ponadto spowodować w pewnym stopniu wystąpienie efektu „rozwodnienia” majątkowego, jeżeli cena emisyjna nowych akcji zostałaby ustalona ze stosunkowo dużym dyskontem w stosunku do wartości starych akcji. Taki skutek byłby sprzeczny z *ratio legis* instytucji prawa poboru. Dlatego też należy przyjąć, że z akcji własnych spółki prawo poboru w ogóle nie wynika, a powiększeniu ulegnie pula akcji przeznaczonych do zaoferowania dotychczasowym akcjonariuszom w drodze prawa poboru. Wprawdzie możliwe jest pewne „rozwodnienie” udziałowe i majątkowe, które dotknie spółkę jako swojego własnego akcjonariusza, ale to pierwsze (tj. „rozwodnienie” udziałowe) jest nawet z reguły zjawiskiem pożądanym, natomiast to drugie (tj. „rozwodnienie” majątkowe), nawet jeśli wystąpi, to jego korelatem będzie zysk po stronie akcjonariuszy, rozłożony proporcjonalnie do ich udziałów w spółce.

III. Prawo poboru z akcji o różnych uprawnieniach

1. Zarys problemu

Kolejnym problemem jest rozstrzygnięcie kwestii, jak kształtuje się prawo poboru w sytuacji, kiedy

w spółce już przed podwyższeniem kapitału występują akcje różnych rodzajów, w ramach nowej emisji zaś wydawane są ponownie akcje o różnych uprawnieniach¹¹. Możliwe są w takim przypadku dwa rozwiązania: (1) albo prawo poboru obu gatunków akcji przypadnie wszystkim akcjonariuszom proporcjonalnie, tak że akcjonariusze akcji zwykłych obejmą również akcje uprzywilejowane i, odwrotnie, posiadacze akcji uprzywilejowanych otrzymają częściowo akcje uprzywilejowane, a częściowo akcje zwykłe, albo też (2) posiadacze akcji uprzywilejowanych w pierwszej kolejności obejmą akcje uprzywilejowane, zaś posiadaczom akcji zwykłych w pierwszym rzędzie przypadnie prawo poboru akcji zwykłych¹².

W kodeksie spółek handlowych nie zdecydowano się na szczegółowe uregulowanie tej kwestii, mimo iż art. 29 ust. 2 (b) Drugiej Dyrektywy¹³ pozostawia w tym zakresie szeroką autonomię ustawodawcom krajowym. Na podstawie wymienionego przepisu Drugiej Dyrektywy możliwe jest ustawowe zastrzeżenie nadrzędnego i podrzędnego prawa poboru w przypadku emisji akcji o różnych uprawnieniach. Podrzedne prawo poboru polega na prawie objęcia akcji gatunku innego niż posiadany dopiero w razie nieobjęcia tych akcji przez podmioty posiadające akcje tego samego gatunku co akcje nowej emisji.

Tym ostatnim osobom przysługuje zatem nadrzędne prawo poboru. Innymi słowy, brak jest na szczeblu prawa europejskiego imperatywnej normy, skierowanej do ustawodawcy krajowego, z której wynikałby obowiązek zagwarantowania akcjonariuszom posiadającym akcje innego rodzaju niż te, których dotyczy nowa emisja, prawa poboru równego z tym, które przysługuje akcjonariuszom posiadającym akcje identyczne z akcjami nowej emisji. Ustawodawca krajowy może prawo takie wprawdzie przewidzieć, może jednak równie dobrze skonstruować je jako prawo podrzędne w stosunku do prawa poboru akcjonariuszy posiadających akcje tego samego rodzaju co akcje nowej emisji. Z tej ostatniej opcji skorzystała np. Portugalia (por. art. 458 ust. 2 *in fine* *Código das Sociedades Comerciais*¹⁴).

2. Poglądy doktryny

W polskiej doktrynie dominuje pogląd, zgodnie z którym przydział akcji powinien nastąpić w pierwszej kolejności według rodzajów¹⁵. W literaturze niemieckiej przeważa pogląd przeciwny, tj. opowiadający się za równym podziałem akcji nowej emisji, niezależnie od rodzajów akcji nowych oraz już istniejących¹⁶. W nowszym piśmiennictwie postuluje się jednak coraz częściej przydział w pierwszym

rzędzie według rodzajów¹⁷. Podobne stanowisko zajęto w literaturze szwajcarskiej¹⁸.

3. Stanowisko własne

Z uwagi na brak szczegółowego uregulowania omawianej kwestii w k.s.h. konieczne jest sięgnięcie do reguł ogólnych, tj. przede wszystkim do zasady równouprawnienia akcjonariuszy (art. 20 k.s.h.) oraz do celowościowej wykładni samej instytucji prawa poboru (art. 433 § 1 k.s.h.).

W pierwszym rzędzie wyjaśnienia wymaga, czy zasada równego traktowania akcjonariuszy nakazuje przyznanie posiadaczom akcji zwykłych w odpowiednich proporcjach także prawa poboru akcji uprzywilejowanych i odwrotnie – przyznanie akcjonariuszom uprzywilejowanym również odpowiedniej części akcji zwykłych. Ustosunkowując się do podniesionej kwestii należy mieć na uwadze, że zasada równouprawnienia odnosi się do jednakowych okoliczności, podczas gdy w omawianej sytuacji akcjonariusze posiadają wyjściowo akcje różnych rodzajów.

Ponadto przyjęcie, że prawo poboru przypada w miarę możliwości nie według samej tylko ilości, ale również według rodzaju dotychczas posiadanych akcji, pełniej urzeczywistnia jeden z podstawowych celów instytucji prawa poboru, jakim jest ochrona przed „rozwodnieniem” udziałowym. Taka interpretacja prowadzi bowiem do umożliwienia zachowania niezmiennego układu sił w spółce po podwyższeniu kapitału¹⁹.

Argumenty te przemawiają za opowiedzeniem się za drugim z wymienionych rozwiązań, tj. przydziałem akcji w pierwszej kolejności według rodzajów. Przedstawione rozumowanie staje się bardziej przekonujące, jeżeli wyobrazimy sobie, iż emisja nowych akcji jest niczym innym niż emisją zbioru praw, które składają się na treść akcji. Rozdział nowo powstających praw *pro rata*, a więc zgodnie „z duchem” instytucji prawa poboru, będzie zagwarantowany jedynie przy akceptacji drugiego z wymienionych rozwiązań.

Kwestia prawa poboru w przypadku akcji o różnych uprawnieniach może zostać odmiennie uregulowana w statucie spółki. Regulacja taka mieści się w ramach ograniczonej wolności statutowej (art. 304 § 3 i 4 k.s.h.) – postanowienie tego rodzaju byłoby tzw. postanowieniem dodatkowym w rozumieniu art. 304 § 4 k.s.h., przy czym brak jest podstaw do przyjęcia, że tego rodzaju regulacja statutowa byłaby sprzeczna z naturą spółki akcyjnej. Ponadto zasady

dotyczące prawa poboru akcji różnych rodzajów mogą zostać uregulowane w uchwale o podwyższeniu kapitału zakładowego. Wbrew pogładowi wyrażonemu w literaturze²⁰ nie zachodzi wówczas konieczność zachowania formalnych i materialnych przesłanek ograniczenia prawa poboru (art. 433 § 2 k.s.h.).

Wynika to z faktu, iż tego rodzaju uszczegółowienie zasad dotyczących przysługiwania prawa poboru nie może być uznane za ograniczenie tego prawa. Wówczas nie byłoby również możliwe zawarcie odpowiednich klauzul statutowych²¹, co jak wykazano wyżej, należy uznać za dopuszczalne. Ponadto nawet gdyby przyjąć, iż *de lege lata* nie jest dopuszczalne statutowe uszczegółowienie zasad przysługiwania prawa poboru, zaś uchwała w tej mierze wymaga zachowania formalnych i materialnych przesłanek określonych w art. 433 § 2 k.s.h., to wymóg ten bardzo prosto dałoby się obejść poprzez uchwalenie dwóch (lub w razie potrzeby większej liczby) oddzielnych emisji akcji, każdorazowo jednego tylko rodzaju, które wówczas z konieczności musiałyby przypaść wszystkim akcjonariuszom proporcjonalnie, niezależnie od rodzaju posiadanych przez nich akcji.

Ponadto należy zauważyć, że jeśliby obstawać przy konieczności zadośćuczynienia przesłankom określonym w art. 433 § 2 k.s.h., wówczas stosunkowo trudno byłoby wskazać na legitymowany interes spółki w takim, a nie innym „wewnętrzny” podziale prawa poboru. W przypadku istnienia akcji o różnych uprawnieniach aktualne pozostają natomiast postanowienia art. 419 § 1 i 2 k.s.h. mówiące o konieczności uzyskania przypisanej prawem większości w grupie akcjonariuszy posiadających akcje tego samego rodzaju w sytuacji, kiedy dokonywane podwyższenie kapitału (powiązane ze zmianą statutu) mogłoby naruszyć ich prawa (art. 419 § 1 k.s.h.) albo też w sytuacji, kiedy emitowane są akcje przyznające tego samego rodzaju prawa, jakie służą dotychczasowym akcjonariuszom uprzywilejowanym (art. 419 § 2 k.s.h.)²².

IV. Akcje nie w pełni opłacone

Kodeks spółek handlowych nie wypowiada się w kwestii, czy prawo poboru przysługuje akcjonariuszowi z tytułu posiadania akcji, które nie zostały jeszcze w pełni opłacone. Jednocześnie ustawa wprowadza dla takich akcji ograniczenia w odniesieniu do niektórych innych praw wynikających z akcji. Ograniczenia te polegają bądź to na zawieszeniu wykonywania danego prawa aż do czasu pełnej wpłaty – jak to ma miejsce w przypadku prawa głosu (art. 411 k.s.h.), bądź też na odpowiedniej re-

dukcji „stopnia przysługiwania” prawa odpowiednio do dokonanych wpłat (prawo do dywidendy – art. 347 § 2 k.s.h., prawo do udziału w podziale sumy likwidacyjnej – art. 474 k.s.h.). Brak podobnego zastrzeżenia ustawowego w odniesieniu do prawa poboru uzasadnia wniosek, że prawo to przysługuje w proporcji do liczby posiadanych akcji bez względu na okoliczność, w jakim stopniu akcje te zostały opłacone.

Interpretacja taka zgodna jest przy tym z literalnym brzmieniem art. 433 § 1 k.s.h. Z uwagi na zakaz podwyższania kapitału zakładowego przed wpłatą co najmniej dziewięciu dziesiątych dotychczasowego kapitału (art. 431 § 3 k.s.h.), omówiony tutaj problem niepełnego opłacenia akcji będzie w praktyce niewiele znaczył. Inaczej przedstawia się sytuacja w przypadku emisji obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa, do których wspomniany zakaz nie znajduje zastosowania (art. 449 § 4 w zw. z art. 431 § 3 k.s.h.).

V. Świadcstwa tymczasowe

Imienne świadcstwa tymczasowe wydaje się osobom, które objęły akcje na okaziciela, ale nie dokonały jeszcze w pełnej wysokości wpłat na akcje²³. Zgodnie z zakazem przewidzianym w art. 335 § 1 k.s.h. dokumenty akcji na okaziciela nie mogą zostać wydane akcjonariuszom przed pełną wpłatą na akcje. Na dowód częściowej wpłaty wydaje się właśnie imienne świadcstwa tymczasowe. Posiadacz świadcstwa tymczasowego powinien zostać wpisany do księgi akcyjnej. W tym kontekście rodzi się pytanie, czy z posiadania świadcstwa tymczasowego wynika dla jego posiadacza prawo poboru akcji nowej emisji. Na pytanie to należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Posiadacz imiennego świadcstwa tymczasowego – jeżeli jest on wpisany do księgi akcyjnej – jest wobec spółki traktowany jako akcjonariusz.

Ze świadcstwa tymczasowego wynika dla akcjonariusza całokształt praw i obowiązków wobec spółki, z tym że niektóre prawa przysługują mu w ograniczonym zakresie, z uwagi na brak pełnego pokrycia akcji (zob. wyżej punkt IV). Odmówienie akcjonariuszom posiadającym imienne świadcstwa tymczasowe prawa poboru z tych świadcstw oznaczałoby nieuzasadnioną ich dyskryminację w stosunku do osób, które również nie dokonały jeszcze pełnej wpłaty, objęły akcje imienne.

Zgodnie bowiem ze stanowiskiem wyrażonym wyżej, fakt niepełnego opłacenia akcji nie jest przeszkodą do wykonania prawa poboru z tej akcji. Za-

sada ta powinna obowiązywać tak do akcji imiennych, jak i do akcji na okaziciela, z których prawa ucieleśnione są do czasu pełnej wpłaty w imiennych świadectwach tymczasowych.

VI. Świadectwa użytkowe

Jeżeli zezwala na to statut, w zamian za akcje umozliwione jest wydawanie świadectw użytkowych, które w odróżnieniu od akcji nie posiadają wartości nominalnej²⁴. Uprawnionemu ze świadectwa udziałowego nie przysługują żadne prawa udziałowe, z wyjątkiem prawa do dywidendy oraz prawa do udziału w nadwyżce majątku spółki, pozostałej po pokryciu wartości nominalnej akcji (art. 361 § 3 w zw. z § 2 k.s.h.). *A contrario* oznacza to, że ze świadectwa udziałowego nie wynika w żadnym wypadku prawo poboru akcji.

C. Sytuacje szczególne wynikające ze stosunków prawnych akcjonariusza z osobami trzecimi

I. Zarys problemu

Rozważając podmiotową stronę prawa poboru należy dokonać rozróżnienia pomiędzy legitymacją do wykonania prawa poboru a gospodarczym interesem w wykonaniu tego prawa. Podmiotem legitymowanym jest ten podmiot, któremu prawo poboru prawnie przysługuje (legitymacja materialna) i który może udowodnić przed spółką swoje prawo, celem złożenia zapisu na akcje zaoferowane przez spółkę w drodze ogłoszenia (legitymacja formalna)²⁵.

Dokonanie zapisu pociąga za sobą powstanie roszczenia o przydział akcji subskrybentowi. Interes w wykonaniu prawa poboru występuje natomiast w takim stanie faktycznym, kiedy realizacja prawa poboru wywoła pozytywne skutki dla zainteresowanego podmiotu albo też pozwoli na uniknięcie negatywnych dla niego następstw.

W przypadku prawa poboru, które jest prawem o charakterze defensywnym, interes chroniony za pomocą instytucji prawa poboru polega na uniknięciu efektu „rozwodnienia” związanego z emisją nowych akcji.

Legitymacja oraz interes w wykonaniu prawa poboru zazwyczaj zbiegają się w jednym podmiocie, którym jest akcjonariusz. W szczególnych okolicznościach wykonaniem prawa poboru może być jednak zainteresowany również inny podmiot. Sytuacja taka

będzie miała miejsce wówczas, gdy akcjonariusz związany jest z osobą trzecią stosunkiem prawnym, mającym za przedmiot akcje, z których wynika prawo poboru. Do stosunków tych należą: użytkowanie (zob. niżej punkt II), zastaw (punkt III) oraz przewłaszczenie na zabezpieczenie (punkt IV). Z uwagi na to, że w każdym z tych przypadków akcje obciążone są prawem osoby trzeciej, dla osoby tej kwestią nie bez znaczenia jest zachowanie substratu przysługującego jej prawa.

Odmienne niż przy pozostałych wymienionych prawach, będących ograniczonymi prawami rzeczowymi, w przypadku przewłaszczenia na zabezpieczenie zabezpieczony (właściciel fiducjarny) staje się w pełni uprawnionym rzeczowo, a ograniczenia wynikają jedynie ze stosunku obligacyjnego łączącego go z dającym zabezpieczenie. W tym przypadku jednak również dochodzi do sytuacji, w której osoba trzecia posiada interes w uniknięciu „rozwodnienia”. Nietypowość tego przypadku wynika z okoliczności, iż z prawnego punktu widzenia osobą trzecią jest w tym przypadku dotychczasowy akcjonariusz.

II. Prawo poboru z akcji objętych użytkowaniem

1. Formalna i materialna legitymacja do wykonania prawa poboru

Kodeks spółek handlowych wyraźnie przesądził dopuszczalność ustanowienia na akcjach prawa użytkowania na rzecz osoby trzeciej (por. art. 4 § 1 pkt 4 lit. a, art. 340, art. 341 § 2, art. 343 § 2, art. 406 § 1 k.s.h.)²⁶. W ramach użytkowania ustawa *explicite* zezwala jedynie na wykonywanie przez użytkownika prawa głosu (art. 340 § 1 k.s.h.)²⁷.

W doktrynie wymieniono dalsze prawa, które mogą być przez użytkownika wykonywane w ramach ustanowionego na jego rzecz ograniczonego prawa rzeczowego: prawo do dywidendy czy prawo do zablokowania nieformalnych procedur zwoływania i odbywania walnego zgromadzenia²⁸. Z uwagi na okoliczność, iż prawo poboru nie można zakwalifikować jako pożytku z akcji, należy przyjąć, że podmiotem prawa poboru pozostaje akcjonariusz²⁹. W sytuacji zatem, kiedy legitymacja materialna pozostaje przy akcjonariuszu, rozważenia wymaga kwestia legitymacji formalnej, a to z uwagi na okoliczność, iż akcje objęte użytkowaniem będą znajdować się w posiadaniu użytkownika (art. 265 § 3 w zw. z art. 245 § 1 oraz art. 921⁸ zd. 2 i art. 921¹² k.c.)³⁰. Problem ten aktualny jest jedynie w sytuacji, kiedy akcje obciążone prawem użytkowania są akcjami na okazi-

ciela. W przypadku akcji imiennych kwestie legitymacji reguluje bowiem wpis do księgi akcyjnej. Jeżeli zatem przedmiotem użytkowania są akcje na okaziciela, wówczas należy przyjąć, że użytkownik zobowiązany jest bądź to udostępnić dokumenty akcji właścicielowi, w celu umożliwienia mu wylegitymowania się wobec spółki³¹, bądź też w inny sposób współdziałać z akcjonariuszem w celu wykazania przed spółką uprawnienia tego ostatniego. Źródłem tego obowiązku będzie umowa o ustanowieniu użytkowania nawet w sytuacji, jeżeli obowiązku takiego nie przewidziano wprost w samej treści umowy (uboczne zobowiązanie kontraktowe). Dlatego niewykonanie (nienależyte wykonanie) tego zobowiązania będzie skutkowało powstaniem po stronie akcjonariusza roszczenia odszkodowawczego wobec użytkownika (art. 471 i nast. k.c.).

2. Kolizja interesu akcjonariusza i użytkownika w wykonaniu prawa poboru

Mimo iż uprawnionym do wykonania prawa poboru pozostaje akcjonariusz, należy mieć na uwadze, że również użytkownik może mieć interes w wykonaniu prawa poboru lub innym „zagospodarowaniu” (zbyciu) go, a to z uwagi na możliwość wystąpienia efektu „rozwodnienia”³², który może doprowadzić do deprecjacji akcji będących przedmiotem użytkowania. Użytkownik ma bowiem interes w zachowaniu substancji akcji, na które rozciąga się jego prawo. Z drugiej jednak strony przyznanie użytkownikowi prawa do decydowania o wykonaniu prawa poboru oznaczałoby dla akcjonariusza pragnącego zainwestować nowe środki w spółkę zagrożenie wetem ze strony tego pierwszego. Dla akcjonariusza niezamierzającego obejmować nowych akcji równałoby się natomiast z niebezpieczeństwem powstania po jego stronie obowiązku zwiększenia zaangażowania kapitałowego w spółce poprzez objęcie nowych akcji³³. Dlatego też mimo braku kontrowersji co do tego, iż użytkownik posiada interes w zrobieniu gospodarczo rozsądnego użytku z powstałego prawa poboru (tj. jego wykonaniu lub zbyciu), to jednak podmiotem prawa poboru musi pozostać akcjonariusz. Pozycja akcjonariusza posiada oprócz wymiaru majątkowego także wymiar organizacyjny, dlatego też musi być potraktowana priorytetowo wobec pozycji użytkownika³⁴.

3. Ochrona interesu użytkownika – majątkowe wyrównanie wartości substratu użytkowania

a) Problem kompensacji *ex lege*

Przedstawiona konkluzja skłania do zastanowienia się nad alternatywnymi sposobami ochrony interesu użytkownika, który polega – jak wspomniano – na

zachowaniu substratu przedmiotu użytkowania. Chodzi tu o odpowiedź na pytanie, czy w przypadku, kiedy akcjonariusz wykonał prawo poboru albo dokonał jego zbycia, użytkowanie rozciąga się automatycznie (*ipso iure*) na akcje objęte w wykonaniu tego prawa, ewentualnie na przedmiot świadczenia wzajemnego uzyskany w zamian za zbycie prawa poboru.

W doktrynie zaprezentowano zarówno poglądy opowiadające się za takim rozciągnięciem³⁵, jak i poglądy negujące wystąpienie takiego skutku z mocy samego prawa³⁶. Słuszny jest drugi z wymienionych poglądów. Stanowisko przeciwne nie znajduje pokrycia w obowiązującym ustawodawstwie. Ponadto skoro użytkowanie nie rozciąga się na samo prawo poboru, które jest etapem pośrednim, poprzedzającym nabycie praw akcyjnych, prawo użytkowania nie może również automatycznie objąć przedmiotu czy też surogatu prawa poboru, tj. akcji, względnie kwoty uzyskanej ze sprzedaży prawa poboru³⁷.

b) Kontraktowa ochrona interesu użytkownika

Za pożądane z punktu widzenia ochrony substratu prawa obciążonego użytkowaniem należy natomiast uznać ochronę w drodze kontraktowej. Ochrona ta będzie polegała na wprowadzeniu do umowy odpowiedniej klauzuli zobowiązującej akcjonariusza do ustanowienia na rzecz użytkownika prawa użytkowania na dalszych akcjach albo innych przedmiotach majątkowych w wysokości wynikającej ze stopnia „rozwodnienia” przedmiotu użytkowania. Możliwe jest również uzgodnienie innego sposobu kompensaty. W braku odpowiedniej klauzuli można ze stosunku prawnego istniejącego pomiędzy użytkownikiem a akcjonariuszem spróbować wyprowadzić istnienie dorozumianego obowiązku tego ostatniego do zrekompensowania użytkownikowi uszczerbku wynikającego z „rozwodnienia”.

4. Ochrona interesu użytkownika w wybranych ustawodawstwach obcych

a) Niemcy

Zgodnie z przeważającym w doktrynie poglądem prawo użytkowania nie rozciąga się automatycznie na akcje nowej emisji ani też na surogat prawa poboru³⁸. Zamiast tego przyjmuje się, że nawet w braku wyraźnej klauzuli umownej w tym przedmiocie na akcjonariuszu ciąży obowiązek ustanowienia na rzecz użytkownika dodatkowo prawa użytkowania w takim zakresie, jaki wynika z deprecjacji akcji objętych już dotychczas użytkowaniem. Obowiązek

ten ma charakter ubocznego obowiązku kontraktowego (*vertragliche Nebenpflicht*)³⁹.

b) Francja

Prawo francuskie szczegółowo, choć w sposób dyspozytywny, reguluje sytuację, kiedy akcje, z których wynika prawo poboru, znajdują się w momencie powstania tego prawa w użytkowaniu osoby trzeciej⁴⁰. Oddanie akcji w użytkowanie nie zmienia faktu, że podmiotem prawa poboru pozostaje akcjonariusz: może on według swego wyboru wykonać albo zbyć przysługujące mu prawo poboru. Jeżeli jednak na osiem dni przed upływem terminu subskrypcji⁴¹ akcjonariusz nie zadysponuje prawem poboru w którymkolwiek z wymienionych sposobów, uprawnienie do wykonania lub zbycia prawa poboru przechodzi na użytkownika (art. 158 ust. 1 *Décret sur les sociétés commerciales*)⁴²⁴³. Jeżeli użytkownik dokona sprzedaży prawa poboru, akcjonariusz może żądać zainwestowania uzyskanych środków we wskazane przez niego dobra.

Użytkowanie rozciąga się wówczas automatycznie na te przedmioty. W przypadku jednak, kiedy akcjonariusz wykona przysługujące mu prawo poboru, nowe akcje staną się w całości jego własnością, z tym że aż do wysokości wartości zrealizowanego prawa poboru odpowiednia liczba akcji objęta zostanie *ex lege* prawem użytkowania.

Podobnie przedmiotem użytkowania stają się dobra uzyskane w zamian za zbycie prawa poboru przez akcjonariusza (zasada surogacji)⁴⁴. Regulacja ta ma na celu zachowanie gospodarczego substratu przedmiotu użytkowania, który mógłby ulec pomniejszeniu na skutek wystąpienia efektu „rozwodnienia”, służąc tym samym ochronie interesu użytkownika.

III. Prawo poboru z akcji obciążonych zastawem

1. Legitymacja materialna i formalna

a) Legitymacja materialna

Akcja jako prawo zbywalne może zostać obciążona prawem zastawu. Stronami stosunku prawnego są wówczas: podmiot dający akcje w zastaw na zabezpieczenie własnej lub cudzej wierzytelności (akcjonariusz-zastawca) oraz podmiot przyjmujący tego rodzaju zabezpieczenie (wierzyciel-zastawnik)⁴⁵. W takiej sytuacji pojawia się pytanie, komu powinno przysługiwać prawo poboru, jeżeli w czasie trwania

zastawu dojdzie do podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji z zachowaniem prawa poboru.

Zastaw na akcjach jest szczególnym rodzajem zastawu na prawach (art. 327–335 k.c.). Zgodnie z odesłaniem zawartym w art. 328 k.c. do zastawu na prawach stosuje się odpowiednio przepisy o zastawie na rzeczach ruchomych, tj. art. 306–326 k.c. Jeżeli prawo obciążone zastawem przynosi pożytki, zastawnik powinien w braku odmiennej umowy pobierać je i zaliczać na poczet zabezpieczonej wierzytelności (art. 319 w zw. z art. 328 k.c.). Zgodnie jednak z dominującym w doktrynie poglądem prawo poboru nie stanowi pożytku z akcji⁴⁶, jak to ma miejsce np. w odniesieniu do dywidendy. W związku z tym, podobnie jak w przypadku użytkowania, prawo poboru przypada akcjonariuszowi (tu: zastawcy), który z wyłączeniem zastawnika uprawniony jest do wykonania albo zbycia prawa poboru⁴⁷.

b) Problem legitymacji formalnej

Jeżeli do wykonania prawa poboru konieczne jest przedłożenie dokumentu akcji, co ma miejsce w przypadku akcji na okaziciela, zastawca może żądać od zastawnika przedłożenia tych dokumentów w spółce albo też innego współdziałania w celu wykazania wobec spółki swojego uprawnienia.

Współdziałanie, o którym mowa, nie może jednak polegać na wydaniu akcjonariuszowi dokumentów akcji, ponieważ doszłoby wówczas do wygaśnięcia zastawu z mocy prawa (art. 325 k.c.) i to niezależnie od ewentualnego zastrzeżenia przeciwnego⁴⁸. Problem legitymacji „rozejścia się” legitymacji materialnej i formalnej nie występuje w publicznym obrocie papierami wartościowymi⁴⁹ ani też w przypadku akcji imiennych, przy których decydujący jest wpis do księgi akcyjnej.

2. Ochrona substratu przedmiotu zastawu

Akcje objęte w wyniku wykonania prawa poboru stają się własnością akcjonariusza-zastawcy i podobnie jak w przypadku użytkowania nie stają się automatycznie przedmiotem zastawu⁵⁰. Podobnie suma uzyskana ze sprzedaży prawa poboru przypada akcjonariuszowi. Z uwagi zatem na to, że „rozwodnienie” kapitałowe może się negatywnie odbić na wartości przedmiotu zabezpieczenia i przez to pogorszyć pozycję zastawnika, za wskazane należy uznać uregulowanie tej kwestii w umowie ustanawiającej zastaw na akcjach. Aktualność zachowują tu uwagi poczynione wyżej w odniesieniu do ochrony użytkownika (zob. punkt II.3.b).

IV. Prawo poboru z akcji będących przedmiotem własności powierniczej (przewłaszczenie na zabezpieczenie)

Akcje mogą zostać powierniczo przewłaszczone celem zabezpieczenia wierzytelności. Ponieważ przewłaszczenie oznacza ustanowienie (przeniesienie) na rzecz zabezpieczonego pełnego prawa rzeczowego (własności), staje się on prawnie akcjonariuszem spółki. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest nabywanie przez zabezpieczonego wierzyciela legitymacji do wykonania prawa poboru.

W braku innych postanowień umowy ustanawiającej zabezpieczenie należy przyjąć, że na zabezpieczonym (właścicielu fiducyjnym) ciąży wynikający pośrednio z łączącego go z dającym zabezpieczenie stosunku prawnego obowiązek wykonania prawa poboru, jeżeli tylko dający zabezpieczenie odda mu do dyspozycji odpowiednie środki na pokrycie nowych akcji⁵¹. W takim przypadku nowe akcje przypadną zabezpieczonemu. Dającemu zabezpieczenie przysługuje jednak roszczenie o przeniesienie własności nowych akcji w liczbie uwzględniającej ewentualne obniżenie wartości akcji dotychczas przewłaszczonych wynikające z „rozwodnienia” majątkowego⁵².

Jeżeli natomiast dający zabezpieczenie nie wyłoży odpowiednich środków na pokrycie nowych akcji, należy przyjąć, iż zabezpieczony może według swego wyboru prawo poboru zbyć albo też wykonać je przy zainwestowaniu własnych środków⁵³. W przypadku zbycia prawa poboru, suma uzyskana z jego sprzedaży powinna zostać zaliczona na poczet zabezpieczonej wierzytelności. W przypadku natomiast wykonania prawa poboru przez zabezpieczonego z wykorzystaniem jego własnych środków, kwota w wysokości odpowiadającej różnicy między wartością nowych akcji a zainwestowanymi środkami zostanie – podobnie jak przy sprzedaży prawa poboru – zaliczona na poczet zabezpieczonej wierzytelności, przy czym wszystkie nowe akcje staną się własnością zabezpieczonego⁵⁴.

D. Nabywca prawa poboru

Prawo poboru jest prawem zbywalnym. Nabywca tego prawa wstępuje w sytuację prawną zbywcy. Nabywa on zatem uprawnienie do wykonania prawa poboru. Staje się także podmiotem praw z akcji nowej emisji, objętych w wykonaniu prawa poboru. Należy w tym miejscu zauważyć, że prawo poboru może być samodzielnym przedmiotem obrotu, niezależnie od akcji, z których ono wynika. Oznacza

to, że można w związku z tym wyróżnić – pomijając rozwiązania pośrednie – następujące trzy przypadki:

- 1) zbycie akcji łącznie z wynikającym z nich prawem poboru,
- 2) zbycie samego prawa poboru z pozostawieniem akcji,
- 3) zbycie akcji z zachowaniem prawa poboru.

W dwóch ostatnich przypadkach mogą zaistnieć trudności w wykazaniu przed spółką faktu przysługiwania prawa poboru. W sytuacji zbycia prawa poboru w obrocie prywatnym, które dokonuje się w drodze cesji, konieczne jest przedłożenie umowy przelewu zawartej z akcjonariuszem wpisanym do księgi imiennej. W przypadku akcji na okaziciela niezbędne może okazać się przedłożenie dokumentów akcji, które w takim przypadku zbywca powinien udostępnić nabywcy albo też w inny sposób współdziałać z nabywcą w celu umożliwienia wykonania przez tego ostatniego nabytego przez niego w sposób pochodny prawa poboru. W przypadku jednostkowych praw poboru problem ewentualnego rozejścia się formalnej i materialnej legitymacji nie wystąpi, ponieważ transfer jednostkowych praw poboru rejestrowany jest na rachunkach papierów wartościowych, na których zapis konieczny jest dla przeniesienia prawa (art. 7 ust. 3 pr.p.w.).

E. Sytuacja prawna posiadaczy obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa

Obligacje zamienne oraz obligacje z prawem pierwszeństwa inkorporują – oprócz innych praw – również prawo do konwersji na akcje, względnie prawo (opcję) objęcia nowych akcji na zasadzie pierwszeństwa. Oznacza to, że obligatariusze tych papierów są potencjalnymi akcjonariuszami *in spe*, ponieważ wykonanie prawa konwersji (pierwszeństwa) leży wyłącznie w ich gestii. Taka kwalifikacja obligatariuszy jako potencjalnych akcjonariuszy skłania do postawienia pytania o przysługiwanie im prawa poboru nowych akcji.

Możliwa jest bowiem sytuacja, w której przed wykonaniem prawa konwersji, względnie prawa poboru *ex contractu* przez obligatariuszy, nastąpi kolejna emisja akcji. Konsekwencją takiej emisji byłby efekt „rozwodnienia”, który dotknąłby posiadaczy owych papierów, ponieważ stosunek wymiany obligacji na akcje czy też warunki realizacji prawa pierwszeństwa zostały ustalone jeszcze przed emisją nowych akcji⁵⁵. Emisja nowych akcji mogłaby więc doprowadzić do względnej deprecjacji obligacji, co uspra-

wiedliwia ochronę obligatariusza, także mimo uwzględnienia stanu niepewności co do tego, czy wykona on prawa z przysługujących mu obligacji, tj. złoży oświadczenie o zamianie, względnie czy dokona odpowiedniego zapisu na akcje.

Prawo polskie nie przewiduje jednak ustawowego prawa poboru dla obligatariuszy, jako dla akcjonariuszy „*in statu nascendi*”, jak czynią to niektóre ustawodawstwa krajów romańskich: Włoch (art. 2441 ust. 1 zd. 2 *Codice civile*⁵⁶)⁵⁷, Hiszpanii (art. 158 *Ley de Sociedades Anónimas*⁵⁸) i Portugalii (art. 367 *Código das Sociedades Comerciais*⁵⁹)⁶⁰. Brak jest również podstaw do zastosowania art. 433 § 1 k.s.h. w drodze analogii.

Niezaprzeczalnie istnieje jednak potrzeba ochrony pozycji prawnej obligatariuszy. Jednym z możliwych rozwiązań jest umowne przyznanie posiadaczom obligacji opcji nabycia dodatkowych akcji w takiej proporcji, jak wynika to ze stosunku akcji, które pierwotnie mogli oni objąć w wyniku wykonania prawa inkorporowanego w obligacji. Innymi słowy, chodzi tu o potraktowanie obligatariuszy już jak akcjonariuszy w celu zapewnienia im zachowania ich pozycji mimo przeprowadzenia w międzyczasie kolejnej emisji akcji (względnie instrumentów konwertowalnych czy też ucieleśniających opcję objęcia akcji).

Ponieważ ustawa nie przewiduje prawa poboru obligatariuszy, ochrona ich pozycji wymaga odpowiedniego wyłączenia ustawowego prawa poboru akcjonariuszy. Dochodzi tu zatem do konfliktu interesów akcjonariuszy i obligatariuszy. Powstaje więc pytanie, czy rozstrzygnięcie tego konfliktu na rzecz obligatariuszy poprzez odpowiednie wyłączenie prawa poboru stanowi wystarczającą rzeczową przesłankę wyłączenia.

Na tak postawione pytanie należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Wyłączenie jest w takim przypadku nie tylko dopuszczalne, ale nawet pożądane z uwagi na quasi-członkowski charakter stosunku obligatariusza względem spółki. Obligatariusze są przy tym wyłączeni z możliwości współdecydowania o sprawach spółki. Ta okoliczność dodatkowo uzasadnia przyznanie obligatariuszom dodatkowej ochrony, która może mieć priorytet przed ochroną akcjonariuszy w drodze prawa poboru. Oprócz kompensaty w postaci przyznania prawa poboru *ex contractu* możliwa jest odpowiednia modyfikacja warunków konwersji, względnie ceny nabycia akcji w ramach wykonania prawa opcyjnego. W pozostałych przypadkach obligatariuszom pozostaje dochodzenie odszkodowania pieniężnego.

Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że pierwotnie podmiotem prawa poboru jest akcjonariusz, czyli osoba wpisana do księgi akcyjnej w dniu prawa poboru, względnie posiadająca w tym dniu akcje na okaziciela. W obrocie publicznym decydujący jest zapis na rachunku papierów wartościowych, z uwzględnieniem zasad rozliczania transakcji w KDPW. Prawo poboru nie przysługuje podmiotom uprawnionym z obligacji zamiennych ani obligacji z prawem pierwszeństwa. Obligatariusze zdani są na ochronę kontraktową, względnie na dochodzenie odszkodowania w przypadku, kiedy przeprowadzona w tym czasie emisja akcji doprowadziłaby do deprecjacji posiadanych przez nich papierów. Prawo poboru jest prawem zbywalnym, może zatem zostać nabyte w sposób pochodny. W obrocie prywatnym przeniesienie prawa poboru następuje w drodze cesji. W publicznym obrocie przedmiotem obrotu są tzw. jednostkowe prawa poboru, będące papierami wartościowymi w rozumieniu art. 3 ust. 2 pr.p.w.

W sytuacji kiedy akcje są przedmiotem użytkowania albo zastawu ustanowionych na rzecz osoby trzeciej (użytkownika, zastawnika), podmiotem prawa poboru pozostaje również właściciel akcji, tj. akcjonariusz (dający w użytkowanie, zastawca). Jedynie w przypadku przewłaszczenia na zabezpieczenie dotychczasowy akcjonariusz traci swój status na rzecz właściciela fiducyjnego.

Zbycie prawa poboru, jak również zastawienie akcji albo ustanowienie na nich prawa użytkowania może prowadzić do rozejścia się materialnej i formalnej legitymacji do wykonania prawa poboru. W takim przypadku odpowiednio zbywca prawa poboru (zastawnik, użytkownik) zobowiązany jest do współdziałania z podmiotem uprawnionym materialnie w celu umożliwienia mu wykonania przysługującego mu prawa poboru.

Użytkownik oraz zastawnik mają jednak interes w zachowaniu substancji, na którą rozciąga się ich prawo. Ponieważ prawo polskie, inaczej niż np. francuskie, nie zawiera odpowiednich regulacji ochronnych, użytkownikowi (zastawnikowi) pozostaje ochrona kontraktowa. W przypadku przewłaszczenia na zabezpieczenie, podmiot, który stał się akcjonariuszem, powinien – zgodnie z fiducyjnym charakterem przysługującego mu prawa – współdziałać z dającym zabezpieczenie w celu ochrony tego ostatniego przed „rozwodnieniem”.

Prawo poboru przysługuje posiadaczom akcji nie w pełni opłaconych oraz imiennych świadectw tym-

czasowych. Jeżeli akcje, z których wynika prawo poboru, są przedmiotem współwłasności, wykonanie prawa poboru może nastąpić jedynie przez ustanowionego przedstawiciela. Jeżeli w spółce występują akcje różnych gatunków i w ramach emisji również wydawane są akcje o różnych uprawnieniach, wówczas w braku odmiennego postanowienia w statucie albo w uchwale walnego zgromadzenia przydział akcji powinien w pierwszej kolejności nastąpić według gatunków.

Z akcji własnych spółki oraz ze świadectw użytkowych prawo poboru w ogóle nie wynika.

- ¹ Zob. S. Sołtysiński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, wyd. 2, Warszawa 1998, uw. do art. 352, nb. 1; T. Dziurzyński, Z. Fenichtel, M. Honzatkó, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. 3 (przedruk), Bytom 1991, s. 57.
- ² Sytuacje te zostaną omówione poniżej w punkcie C; przypadkowi, w którym akcje, z których wynika prawo poboru, obciążone są w momencie jego powstania prawem zastawu, poświęcono uwagę w punkcie C.III.
- ³ Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. Nr 118, poz. 754 z późn.zm.
- ⁴ Zob. L. Sobolewski, *Prawo poboru i wyłączne prawo objęcia proporcjonalnej liczby akcji spółki publicznej*, „Glosa” 1998 nr 6, s. 9.
- ⁵ Aktualna wersja tego aktu prawnego dostępna w Internecie pod adresem www.kdpw.com.pl.
- ⁶ Szcz.zas.obr.g. uchwalone uchwałą nr 252/2000 zarządu giełdy z 8 czerwca 2000 r.
- ⁷ Akty prawne regulujące funkcjonowanie GPW w Warszawie oraz zasady obrotu dostępne są w Internecie pod adresem www.gpw.com.pl.
- ⁸ Por. rozdz. IX § 3 ust. 1 szcz.zas.obr.g.
- ⁹ Zob. I. Weiss, *Prawa wspólników spółki z o.o. i akcjonariuszy spółki akcyjnej*, „Prawo Spółek” 1997, nr 10, s. 15.
- ¹⁰ Tak P. Grzejszczak, *Prawo poboru akcji*, Warszawa 1998, s. 128–129. Pogląd ten wyrażono na gruncie kodeksu handlowego, który wprawdzie nie zawierał zakazu wykonywania praw z akcji własnych spółki, jak to obecnie przewidziano w art. 364 k.s.h., jednak przekonanie o obowiązywaniu tego zakazu było powszechnie podzielane w doktrynie.
- ¹¹ Zob. S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 14.
- ¹² Por. S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 14.
- ¹³ Druga Dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich z 13 grudnia 1976 r. zmierzająca do zharmonizowania gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w znaczeniu art. 58 ust. 2 Traktatu, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich, w zakresie tworzenia spółki akcyjnej oraz utrzymywania i zmian jej kapitału (Dz.Urz.Wsp.Eur. Nr L 26 z 31 stycznia 1977, s. 1–13). Oficjalny tekst dyrektywy dostępny jest w Internecie pod <http://www.europa.eu.int>. Polskie

tłumaczenie opublikowane w: M. Safjan (red.), *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie*, Warszawa 1996.

- ¹⁴ Decreto-Lei n° 262/86 – ustawa z 2 września 1986 r. – Kodeks spółek handlowych.
- ¹⁵ Tak M. Allerhand, *Kodeks handlowy. Komentarz* (przedruk), Bielsko-Biała 1998, uw. nr 7 do art. 435; P. Grzejszczak, *Prawo...* op. cit., s. 227. Stanowisko to zdaje się również podzielać S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 14.
- ¹⁶ Tak A. Baumbach, A. Hueck, G. Hueck, *Aktiengesetz*, 13. Aufl., Monachium 1968, uw. do § 186, nb. 9; W. Hefermehl, E. Bungereoth [w:] E. Geßler, W. Hefermehl, U. Eckard, B. Kropff, *Aktiengesetz*, Band IV, Monachium 1989–1994, uw. do § 186, nb. 24; U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 4. Aufl., Monachium 1999, uw. do § 186 nb. 30; M. Lutter [w:] W. Zöllner (red.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl. Band 5/1 (§§ 179–240 AktG), Kolonia-Berlin-Bonn-Monachium 1995, uw. do § 186, nb. 3; G. Krieger [w:] M. Hoffmann-Becking (red.) *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, Band 4 – Aktiengesellschaft, Monachium 1988, § 56, nb. 54.
- ¹⁷ Tak G. Bezenberger, *Zum Bezugsrecht stimmrechtsloser Vorzugsaktionäre*, Festschrift für Quack 1991, s. 161; K. Frey, H. Hirte, *Vorzugsaktionäre und Kapitalerhöhung*, Der Betrieb (DB) 1989, s. 2466; W. Groß, *Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG. Ein Beitrag zum gekreuzten und faktischen Bezugsrechtsausschluss*, Die Aktiengesellschaft (AG) 1993, s. 452; H. Wiedemann, K.J. Hopt, H. Wiedemann (red.) *Großkommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl. 5. Lieferung (§§ 179–191 AktG), Bonn–Nowy Jork 1995, uw. do § 186, nb. 69.
- ¹⁸ Zob. G. Zindel, *Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft*, (Diss. Zürich), Zurych 1984, s. 143.
- ¹⁹ Tak słusznie P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 227.
- ²⁰ S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 14, opowiada się za koniecznością zachowania wymogów dotyczących większości oraz innych wymogów formalnych wyłączenia prawa poboru przewidzianych obecnie w art. 433 § 2 k.s.h.
- ²¹ Wspomniany w powyższym przypisie pogląd S. Sołtysińskiego nie zawiera jednak sprzeczności logicznej, gdyż odnosi się on do stanu prawnego, w którym dopuszczalne było generalne statutowe wyłączenie lub ograniczenie prawa poboru; por. art. 435 §1 k.h.
- ²² W tej mierze trafnie S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 14.
- ²³ Zob. M. Allerhand, *Kodeks...*, op. cit., uw. nr 3–5 do art. 346; A. Szumański [w:] M. Bączyk, M. H. Kosiński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 93–94; A. Szumański [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Bydgoszcz-Kraków 2002, s. 610–611.
- ²⁴ Zob. T. Sójka, *Charakter prawny świadectw użytkowych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 10, s. 33 i nast.; A. Szumański, *Prawo spółek*, s. 612–614.
- ²⁵ Zob. wyżej, punkt A.I.
- ²⁶ Na temat dopuszczalności ustanowienia użytkowania na gruncie kodeksu handlowego zob. J. Górecki, *Użytkowanie udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, PPH 1998, nr 5, s. 21 i nast. (aprobująco); Z. Roszewski, *O użytkowaniu udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, PPH 1999, nr 4, s. 8 i nast. (krytycznie).
- ²⁷ Warunkiem wykonywania prawa głosu przez zastawnika jest odpowiednie postanowienie umowy ustanawiającej

- użytkowanie, dokonanie wzmianki w księdze akcyjnej o ustanowieniu użytkowania oraz brak przeciwnego postanowienia statutowego (art. 341 § 1 i 2 k.s.h.).
- ²⁸ Zob. A. Szumański, *Prawo spółek*, s. 705.
- ²⁹ Zob. I. Weiss, *Prawa wspólników...*, op. cit., s. 15.
- ³⁰ Inaczej A. Szumański, *Prawo spółek*, s. 703, który opowiada się przeciwko obowiązku wydawania użytkownikowi dokumentów akcji.
- ³¹ Zob. S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 10; P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 130; U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 10.
- ³² Niebezpieczeństwo „rozwodnienia” należy wiązać z emisją nowych akcji, nie zaś, jak to ujmują S. Sołtysiński, (*Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 10) oraz P. Grzejszczak (*Prawo...*, op. cit., s. 130), z wykonaniem prawa poboru.
- ³³ Zob. H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 72.
- ³⁴ Tak też na gruncie prawa niemieckiego, zob. H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 72.
- ³⁵ Tak M. Allerhand (*Kodeks...*, op. cit., uw. nr 9 do art. 435), który twierdzi, że użytkowanie rozciąga się na „wszelki przybytek, jak owoce, przyrost itd.”. Podobnie na gruncie prawa niemieckiego M. Lutter, *Kölner Kommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 20.
- ³⁶ Tak S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 10; P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 130–131; U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 10; H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 74; W. Hefermehl, E. Bungeroth, *Aktiengesetz*, op. cit., uw. do § 186 nb. 32.
- ³⁷ Tak trafnie H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 74.
- ³⁸ Tak U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 10; H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 74 (s. 297); W. Hefermehl, E. Bungeroth, *Aktiengesetz*, op. cit., uw. do § 186 nb. 32; odmiennie M. Lutter, *Kölner Kommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 20.
- ³⁹ Zob. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 10.
- ⁴⁰ Zob. G. Ripert, R. Roblot, *Traité de Droit Commercial*, t. 1, wyd. 15, Paryż 1993, s. 1158.
- ⁴¹ Termin na wykonanie prawa poboru nie może być krótszy niż 10 dni giełdowych, co obowiązuje także w przypadku spółek niepublicznych.
- ⁴² Décret 67-236 z 23 marca 1967.
- ⁴³ Zob. G. Ripert, R. Roblot, *Traité...*, op. cit., s. 1158; P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 49.
- ⁴⁴ Zob. P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 49.
- ⁴⁵ Zob. szerzej J. Frąckowiak, *Zastaw na akcjach*, „Rejent” 1995, nr 1, s. 11 i nast.; A. Kondracka, *Zastaw na akcjach*, M.P. 1999, Nr 6, dodatek „Biuletyn Bankowy”, s. 2 i nast.; J. Jacyszyn, *Zastaw na akcjach*, „Gazeta Prawna” 1998, nr 27; M. Kozłowski, *Zastaw na akcjach*, „Rzeczpospolita” 1997, nr 41.
- ⁴⁶ Zob. I. Weiss, *Prawa wspólników...*, op. cit., s. 15.
- ⁴⁷ Tak M. Allerhand, *Kodeks...*, op. cit., uw. 9 do art. 435; P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 129; J. Frąckowiak, *Zastaw...*, op. cit., s. 21 i 30.
- ⁴⁸ Inaczej i nietrafnie, bo za istnieniem obowiązku wydania zastawcy dokumentu akcji, opowiedzieli się S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 10, oraz P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 130. S. Sołtysiński powołuje się przy tym błędnie na literaturę niemiecką (U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 111), w której jednak trafnie zwraca się uwagę na niedopuszczalność wydania dokumentów akcji zastawcy.
- ⁴⁹ Na temat zastawu akcji dopuszczonych do publicznego obrotu zob. szerzej P. Sokal, *Zastaw na akcjach zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, „Prawo Spółek” 2001, nr 10, s. 10 i nast.
- ⁵⁰ Tak S. Sołtysiński, *Kodeks...*, op. cit., uw. do art. 435, nb. 10; P. Grzejszczak, *Prawo...*, op. cit., s. 129–130; H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 79; odmiennie M. Allerhand, *Kodeks...*, op. cit., uw. 9 do art. 435; M. Lutter, *Kölner Kommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 21.
- ⁵¹ Tak H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 83.
- ⁵² Zob. H. Wiedemann, *Großkommentar...*, op. cit., uw. do § 186, nb. 83, według którego własnością powierniczą powinna zostać objęta taka liczba akcji, których wartość odpowiada wartości prawa poboru.
- ⁵³ Zob. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 12.
- ⁵⁴ Zob. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 12.
- ⁵⁵ Zob. H.M.G. Sanchez, *Das Erwerbsrecht auf Aktien bei Optionsanleihen und Wandelschuldverschreibungen*, Berlin 1999, s. 93–96.
- ⁵⁶ Ustawa z 1942 r., omawiane postanowienie wprowadzono przy okazji nowelizacji ustawy w 1974 r.
- ⁵⁷ Zob. F. Bagel, *Der Ausschluß des Bezugsrechts in Europa*, Kolonia-Berlin-Bonn-Monachium 1999, s. 36; G. Campobasso, *Wandelanleihen, Optionsanleihen und Anleihen mit Optionsrechten in Italien*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 1995, s. 529 i nast.
- ⁵⁸ Ustawa o spółkach akcyjnych z 25 lipca 1989 r.
- ⁵⁹ Decreto-Lei n° 262/86 – ustawa z 2 września 1986 r. – Kodeks spółek handlowych.
- ⁶⁰ Zob. J. E. Antunes, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 1995, s. 39 i nast.

ZAPRASZAMY DO PRENUMERATY NA II KWARTAŁ

0 – 801 626 666