

Jan Mojak

W sprawie obrotu prawami z papierów wartościowych

Palestra 38/12(444), 81-84

1994

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Jan Mojak

W sprawie obrotu prawami z papierów wartościowych

1. Pan Marek Gajek podjął – na łamach „Palestry” nr 5–6/1994 – próbę wyjaśnienia problemu obrotu prawami z papierów wartościowych na tle ustawy z dnia 22 marca 1994 roku – **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych** (tekst jednolity: Dz U nr 58, 1994), zwanej dalej „ustawą”. Z uznaniem należy przyjąć fakt poruszenia przez Autora tak ważnej praktycznie, choć skomplikowanej teoretycznie problematyki. Niestety, zawarte na czterech stronach „Palestry” wywody Autora zawierają zbyt dużą liczbę stwierdzeń niezbyt precyzyjnych, często błędnych, z reguły nie umotywowanych, których nie wolno pozostawić bez reakcji. Można jedynie podziwiać odwagę Autora usiłującego na kilku stronicach rozstrzygnąć jeden z najtrudniejszych problemów teoretycznych współczesnego prawa papierów wartościowych. Usiłowanie takie z założenia było nieudolne i takim też okazało się w praktyce.

Autor oparł swoje wywody na regulacji zawartej w art. 50a § 2 ustawy z 1991 roku, zgodnie z którym papiery wartościowe, dopuszczone przez Komisję Papierów Wartościowych do publicznego obrotu, powinny być złożone do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. W konsekwencji dochodzi do tzw. dematerializacji papierów wartościowych, złożonych do KDPW¹. Jednakże, wbrew twierdzeniom Autora, dematerializacja papierów wartościowych nie jest spowodowana jedynie dążeniem ustawodawcy do usprawnienia obrotu papierami wartościowymi oraz zapewnieniem większego bezpieczeństwa obrotu. Wprowadzona do polskiego ustawodawstwa dematerializacja papierów wartościowych została spowodowana przede wszystkim koniecznością wykorzystywania w tymże obrocie nowoczesnych technik informatycznych. Zjawisko to jest charakterystyczne nie tylko dla polskiego publicznego rynku papierów wartościowych, ale jest zjawiskiem ogólnoswiatowym. Można je porównać chociażby do wykorzystywania technik wideo przy rozpowszechnianiu dzieł filmowych. Bez wątplenia zarówno wykorzystanie technik wideo, jak i komputerów wprowadziło wiele zamieszania do klasycznych konstrukcji prawnych i teorii prawniczych – z jednej strony w odniesieniu do ochrony praw autorskich twórców dzieła filmowego, a z drugiej strony w odniesieniu do mechanizmów przenoszenia papierów wartościowych i praw w nich inkorporowanych. Ani współczesny ustawodawca, ani tym bardziej doktryna prawa nie mogą jednak obrażać się na rzeczywistość technologiczną. Z przykrością dla prawników trzeba stwierdzić, że

regulacje i teorie prawne mają – jako Kantowska sfera „sollen” – charakter wtórny wobec realnie istniejącej rzeczywistości (sfera „sein”). Obrażanie się zaś przez doktrynę prawa na istniejące osiągnięcia techniczne byłoby jedynie dowodem obskurantyzmu świata prawniczego i prowadziłoby do jego ośmieszenia.

Rzeczywistym problemem nie jest więc samo zjawisko „dematerializacji” papierów wartościowych, ale odpowiedź na pytanie, co wynika z owej dematerializacji dla klasycznej teorii prawa.

2. Przyjęte w polskim prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi rozwiązania są jedną z legislacyjnych prób odpowiedzi na postawione wyżej pytanie². Rozwiązania te odwołują się do osiągnięć doktryny prawa papierów wartościowych, wprowadzonych w najbardziej rozwiniętych krajach o gospodarce rynkowej.

Ustawodawca polski przyjął, że konsekwencją dematerializacji papierów wartościowych, dopuszczonych do publicznego obrotu, jest konsensualność umów powodujących przeniesienie praw z nich wynikających (art. 5 § 5 ustawy). Skoro dokument inkorporujący prawo majątkowe jest złożony do depozytu, to trudno trwać przy realności tradycyjnie przyjętej w obrocie papierami wartościowymi na okaziciela zasadzie umów. Obowiązkiem ustawodawcy było natomiast takie ukształtowanie mechanizmu przenoszenia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, aby nie osłabić efektywności obrotu tymi papierami oraz bezpieczeństwa obrotu. Instytucjonalnym instrumentem realizacji tych celów stało się imienne świadectwo depozytowe, tj. dokument potwierdzający złożenie papierów wartościowych do depozytu – nie będący jednak papierem wartościowym³. Z techniczno-organizacyjnych mechanizmów publicznego obrotu papierami wartościowymi wynika zaś, że świadectwo depozytowe nie może być wydane innej osobie, aniżeli nabywcy praw z papierów wartościowych, złożonych do depozytu.

Podstawowym błędem M. Gajka stało się przyjęcie założenia, że dematerializacja papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu powoduje *eo ipso* dezintegrację praw wynikających z tych papierów, co w konsekwencji pozwoliłoby na odrębne (samodzielne) zbywanie poszczególnych uprawnień tworzących prawo podmiotowe, inkorporowane w akcji bądź obligacji. Założenie takie nie było ani intencją ustawodawcy, ani też w żaden sposób nie wynika z przepisów ustawy z dnia 22 marca 1991 roku, o czym świadczy chociażby definicja ustawowa papieru wartościowego, zawarta w art. 2 pkt 1, jak i posłużenie się w art. 5 § 5 terminem „przeniesienie praw z papierów wartościowych złożonych w depozycie” – a nie „uprawnień z papierów wartościowych”⁴.

Z kilku przepisów ustawy z dnia 22 marca 1991 roku wysnuć można wniosek, że ustawodawca starał się wręcz stworzyć prawno-instytucjonalne zabezpieczenia przed ewentualnym zdezintegrowaniem praw wynikających z papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Chodzi tu m.in. o art. 1 § 2 ustawy, według którego – co do zasady – publiczny obrót papierami wartościowymi może odbywać się wyłącznie za pośrednictwem podmiotów prowadzących przedsiębiorstwa maklerskie.

Zgodnie zaś z art. 54 § 1 ustawy wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi odbywa się na giełdach papierów wartościowych, według procedur określonych w statucie i regulaminie giełdy (art. art. 59 i 60 ustawy). Dopiero w art. 54 § 3 ustawy wprowadzone zostały wyjątki od zasady obligatoryjnego wtórnego publicznego obrotu papierami wartościowymi na giełdach⁵.

Odnosi się to do:

- a) przenoszenia praw z papierów wartościowych bezpośrednio między osobami fizycznymi,
- b) przenoszenia praw z papierów wartościowych między podmiotem dominującym a podmiotem zależnym,
- c) przenoszenia praw z papierów wartościowych wchodzących w skład zbywanego przedsiębiorstwa w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego,
- d) przenoszenia praw z papierów wartościowych, obciążonych zastawem w celu zaspokojenia zastawnika, za zgodą i na warunkach określonych przez KPW,
- e) za zgodą i na warunkach określonych przez KPW – może odnosić się to również do przenoszenia praw z papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa.

Wszystkie powyższe przypadki zawierają *expressis verbis* termin „prawa z papierów wartościowych”, co oznacza dążenie ustawodawcy do zapewnienia integralności praw inkorporowanych w papierach wartościowych. Z przepisu art. 54 § 3 i 4 ustawy wynika bowiem jedynie ten wniosek, że umowy powodujące przenoszenie praw z papierów wartościowych nie muszą (choć mogą! – J.M.) być zawierane w trybie obowiązującym na giełdzie papierów wartościowych. Jednakże nie ma żadnych podstaw do przyjęcia, że art. 54 § 3 i 4 ustawy dezintegruje pewną całość, jaką stanowi prawo podmiotowe, wynikające z papierów wartościowych. Nie może bowiem budzić wątpliwości, iż rozerwanie tej całości wymaga szczególnego przepisu prawa, a ustawa z dnia 22 marca 1991 roku za *lex specialis* nie może być uznana. Ustawodawca odwołał się tu jedynie do ogólnych mechanizmów przenoszenia praw majątkowych, a w szczególności do art. 555 Kodeksu cywilnego, według którego przepisy o sprzedaży rzeczy (ergo: dokumentów inkorporujących prawa majątkowe) stosuje się odpowiednio do sprzedaży praw. Tym samym przeniesienie praw z papierów wartościowych, dopuszczonych do publicznego obrotu, następuje według umów pozagiełdowych, ale musi mieć za przedmiot całość praw, a nie poszczególne uprawnienia, jak np. prawo do głosu etc. Zresztą, nieprzypadkowo ustawa w art. 49 § 3 wyraźnie stanowi, że tryb i warunki wprowadzania (ergo: również obrotu) szczegółowych praw papierów wartościowych (np. opcje, transakcje terminowe) może określić Przewodniczący KPW. Chyba uprawniony jest wniosek, iż do chwili wydania powyższych przepisów obrót giełdowy prawami pochodnymi (derywatami) nie może się odbywać. Tym bardziej zaś nie może być dokonywany obrót wyselekcjonowanymi uprawnieniami, pochodzącymi z praw inkorporowanych w papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu (*argumentum a minori ad maius*).

3. Powyższe wywody nie predestynują oczywiście do ostatecznego wyjaśnienia trybu przenoszenia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. Problemem tym zajmują się m.in. obecnie w obszernym studium poświęconym przenoszeniu praw z papierów wartościowych⁶. Jednakże chciałbym zaprotestować przeciwko prezentowaniu tez pochopnych, słabo udokumentowanych, które mogą podważyć zaufanie do mechanizmów giełdowego obrotu papierami wartościowymi w Polsce. Tajemnice cywilistycznej jurysprudencji, dotyczące obrotu papierami wartościowymi, są odkrywane już od ponad 200 lat w Europie kontynentalnej i tym bardziej nie wolno dzisiaj, pod koniec XX wieku, uprawiać w tej dziedzinie ekwilibrystyki prawniczej. Obrót prawami z papierów wartościowych, złożonych do depozytu, stanowi w dalszym ciągu prawniczą tajemnicę, ale pokora poznawcza wymaga oczekiwania na pogłębione studia naukowe w tym zakresie, w miejsce konstruowania koncepcji pozornie oryginalnych, a w rzeczywistości płytkich i pozabawionych rzetelnej argumentacji.

Przypisy:

¹ Szerzej na ten temat por. A. Sopoćko: *Giełda papierów wartościowych*, Warszawa 1993, s. 85 i n.; R. Diedríguez: *Rynek pieniądza i papierów wartościowych – przewodnik po rynkach*, Warszawa 1993, s. 124 i n.

² Por. J. Mojak, D.M. Opolski: *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Analiza pojęcia*, „Państwo i Prawo” 1991, nr 12. Na skomplikowany charakter problemów prawnych, wiążących się z dematerializacją papierów wartościowych, zwraca też uwagę K. Zawada (w.): *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Kraków 1992, s. 43.

³ W tej kwestii por. R. Czerniawski: *Prawa akcjonariusza a charakter prawny i funkcje świadectwa depozytowego*, „Przegląd Prawa Giełdowego” 1993, nr 1, s. 21 i n.

⁴ O relacji między papierem wartościowym a prawem w nim inkorporowanym szeroko pisze A. Szpunar: *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1991, nr 2.

⁵ Pomijam w tym miejscu zagadnienie regulowanego, pozagiełdowego wtórnego obrotu papierami wartościowymi, do którego odnosi się art. 54 § 2 ustawy, gdyż obrót ten będzie mógł się odbywać jedynie w trybie określonym w rozporządzeniu wykonawczym Rady Ministrów, a rozporządzenie takie nie zostało do dzisiaj wydane.

⁶ W pewnym zakresie poruszam to zagadnienie w opracowaniach: *Wprowadzenie do prawa papierów wartościowych* (w:) *Prawo papierów wartościowych. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*, wyd. IV, Lublin 1994 oraz *Obrót wierzytelnościami. Podstawowe zagadnienia prawne*, Lublin 1993.