

Marek Gajek

Obrót prawami z papierów wartościowych

Palestra 38/5-6(437-438), 31-34

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.

Obrót prawami z papierów wartościowych

Najistotniejszym elementem polskiej giełdy jest wprowadzenie na niej systemu depozytowego i tzw. „dematerializacja” papierów wartościowych. System ten zakłada, że wszystkie znajdujące się w obrocie papiery wartościowe zostaną złożone w jednym, centralnym depozycie – Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, który w razie ich zbycia ma dokonywać jedynie przeksięgowania na rachunkach stron umowy sprzedaży. Zgodnie z zamierzeniem ustawodawcy rozwiązanie to miało usprawnić obrót papierami wartościowymi (bowiem nie wymagane było ich wydawanie nabywcy), a ponadto zapewnić większe bezpieczeństwo obrotu. Jednak przede wszystkim stał się on przyczyną transformacji instytucji prawnej, jaką są papiery wartościowe, nie spełniając żadnej z zamierzonych funkcji, zwłaszcza w zakresie bezpieczeństwa obrotu.

Konsekwencją wyboru powyższego rozwiązania było wprowadzenie w ustawie z dnia 22 marca 1991 r. **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych** przepisu zmieniającego sposób obrotu oraz istotę papieru wartościowego. Art. 5 § 5 powyższej ustawy stanowi, iż w publicznym obrocie przeniesienie praw z papierów wartościowych złożonych w depozycie następuje

z chwilą zawarcia umowy. Chciałbym zwrócić uwagę, iż w powyższej ustawie po raz pierwszy w Polsce użyty został termin „prawa z papierów wartościowych”. W dotychczas obowiązujących przepisach prawnych ustawodawca posługiwał się zawsze nazwami papierów wartościowych: akcje, obligacje, weksle, czeki. Nie robił tego, jak się okazuje, bezpodstawnie. Zgodnie z przyjętą definicją, która znalazła swój wyraz także w powyższej ustawie (art. 2 pkt 1), papierem wartościowym jest dokument, z którym związane są pewne ściśle określone prawa majątkowe jego właściciela i odpowiadające im obowiązki wystawcy (emitenta), utrwalony w takim brzmieniu i w taki sposób, iż może stanowić samodzielny przedmiot obrotu. Do przeniesienia tych praw konieczne zatem było wydanie samego dokumentu. Prawa z papierów wartościowych można określić mianem akcesoryjnych, związanych z prawami do „ucieleśniających” je dokumentów. W dotychczasowej sytuacji prawnej mogliśmy zatem obracać tylko i wyłącznie samymi dokumentami, czego wyrazem są sformułowania, zgodnie z którymi zbywalne są akcje (art. 348 k.h.), obligacje (art. 9 prawa o obligacjach), weksle (art. 11 prawa wekslowego) i czeki (art. 14 prawa czekowego).

Przytoczony wyżej przepis art. 5 § 5, a także pozostałe przepisy ustawy zawierające takie sformułowanie dopuszczają do sytuacji, w której możemy dokonywać obrotu prawami z papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu w zupełnym odezwaniu od reprezentujących je „dokumentów”. Tak więc możemy zbywać tak istotne prawa, jak np. prawo z akcji do dywidendy lub głosu bądź też jakiegokolwiek inne, które było z nią dotychczas związane. Zapewne w domyśle ustawodawcy zbywanie praw powinno następować pewnymi „pakietami”, jednak w ustawie zastrzeżenie takie nie znalazło żadnego wyrazu.

Problem powyższy nie ma niestety charakteru wyłącznie teoretycznego. Uznanie, iż zbywać można poszczególne prawa z papierów wartościowych, daje uczestnikom obrotu wielkie możliwości działania, a nawet legalnego obchodzenia przepisów prawa. Dla przykładu, przyjęcie kontroli nad spółką akcyjną nie będzie musiało być równoznaczne ze skupieniem w jednym ręku większości akcji, lecz polega jedynie na nabyciu 51 procent praw do głosów na walnym zgromadzeniu. Ponadto dochodzić może do zupełnie absurdalnych sytuacji, w których dany dokument nie będzie papierem wartościowym, nie będzie bowiem z nim związane żadne prawo.

Następnym zagadnieniem dyskusyjnym, które nam się w związku z powyższym pojawia, jest kwestia możliwości wykonania nabytego prawa. Zgodnie z przepisami kodeksu handlowego i prawa o obligacjach, uprawnionym wobec emitenta jest akcjonariusz albo osoba posiadająca obligację na okazi-

ciela lub wskazana w niej imiennie. W przypadku zbycia całości praw z akcji lub obligacji jednemu nabywcy problem jeszcze nie istnieje. Jednak jeżeli posiadacz akcji dokona zbycia wszystkich praw różnym nabywcom lub przeniesie tylko jedno z nich, pojawia się pytanie, czy nabywca tego prawa jest osobą uprawnioną do jego wykonania? W przypadku najbardziej skrajnym, dotyczącym prawa z akcji do głosu, wskazać należy na przepis art. 399 k.h., zgodnie z którym do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu uprawnieni są właściciele akcji. Przepis ten nie przewiduje zatem możliwości głosowania przez osobę inną niż akcjonariusz. Jednak nabycie tylko jednej akcji daje możliwość uczestniczenia w zgromadzeniu i głosowania zarówno z niej, jak i z nabytych dodatkowo praw do głosów. Dodatkowym potwierdzeniem słuszności tej koncepcji jest brzmienie § 1 art. 403 k.h., zgodnie z którym lista obecności powinna zawierać spis uczestników walnego zgromadzenia z wymienieniem liczby akcji, które każdy z nich przedstawia, i służących im głosów. Równocześnie należy zadać sobie pytanie, czy osoba zbywająca takie prawo z akcji jest akcjonariuszem, moim zdaniem bowiem taki okrojony w prawach z nim związanych papier wartościowy traci charakter akcji.

Zagadnienie powyższe jest dodatkowo skomplikowane wprowadzeniem w publicznym obrocie tzw. świadectw depozytowych. Zgodnie z art. 5 § 1 p.o.p.w., w publicznym obrocie papierami wartościowymi biura maklerskie wystawiają imienne świadectwa depozytowe, potwierdzające złożenie do depozytu oznaczonych w treści pa-

pierów wartościowych. Świadcstwo depozytowe jest w założeniu zaświadczeniem o stanie rachunku papierów wartościowych, z którym nie są związane żadne prawa. Jednak na podstawie § 4 powyższego artykułu do wykonywania wszelkich praw z papierów wartościowych jest osoba wskazana w takim świadectwie. Problem leży w tym, iż na skutek niedopracowania regulacji prawnych osoba wskazana w świadectwie nie musi być osobą legitymowaną w rozumieniu przepisów kodeksu handlowego lub prawa o obligacjach.

W tradycyjnym systemie, który do niedawna obowiązywał w Polsce, do zbycia papierów wartościowych konieczne było zawsze wydanie dokumentów. Innymi słowy umowy, których przedmiotem były papiery wartościowe, należały do grupy umów realnych. Ryzyko nabywcy papieru wartościowego ograniczone było praktycznie tylko do sytuacji, w której nabywałby on dokumenty sfalszowane. Według nowych przepisów o publicznym obrocie, papiery wartościowe zostały „zdematerializowane”, a umowy dotyczące ich przekształcono w konsensualne. Dzięki tej rewolucyjnej zmianie rzeczywiście uniemożliwiono fałszowanie papierów wartościowych. Jednak równocześnie umożliwiono zbywanie, zwłaszcza w obrocie pozagiełdowym, papierów wadliwych pod względem prawnym – „niezupełnych”, bo pozbawionych części związanych do tej pory z nimi praw, jak również obciążonych prawami osób trzecich (zastawem).

W wytworzonej sytuacji możliwe jest zastosowanie trzech rozwiązań. Pierwsze, najprostsze z punktu widzenia prawnego, zakłada powrót do tra-

dycyjnego systemu, w którym papierem wartościowym jest realnie istniejący dokument, a nie abstrakcyjne prawo. Praktycznie biorąc jest ono niemożliwe do zastosowania. Równoznaczne byłoby to bowiem z uznaniem, iż wprowadzany z takim mozołem i przy wielkim nakładzie środków system nie sprawdził się, a co za tym idzie, cały system giełdowy wymaga zmiany, do czego żaden z decydentów nie będzie skłonny.

Przy założeniu, iż obrót prawami w oderwaniu od papierów wartościowych jest zjawiskiem pożądanym, należy przede wszystkim zdefiniować poszczególne rodzaje papierów wartościowych poprzez określenie pewnej liczby praw związanych z danym dokumentem, aby można było określić go mianem akcji czy obligacji. Dla przykładu można by podkreślić, iż na akcję składać się winna triada uprawnień – prawo do głosu, dywidendy oraz do ułamkowej części majątku spółki w razie jej likwidacji. Ponadto ustawodawca powinien dostosować do tej nowej koncepcji przepisy kodeksu handlowego oraz prawa o obligacjach.

Trzecie rozwiązanie nie wymaga żadnych zmian natury ustawodawczej. Przyjmując za nadrzędną wykładnię celowościową, można dojść do wniosku, iż w przypadku papierów wartościowych istnieje pewne prawo zasadnicze, z którego wywodzą się i są z nim związane pozostałe uprawnienia. Takim prawem podstawowym w przypadku akcji można by uznać prawo do odpowiedniej części majątku, majątku spółki w razie jej likwidacji, a pozostałe uprawnienia, jak prawo do głosu czy dywidendy, uznać za akcesoryjne w stosunku do

niego. Tym samym prawa związane można by było przenosić tylko wraz z prawem głównym. Takie rozumowanie nie zapewniłoby wszakże pewności obrotu. W dalszym ciągu bowiem istniałaby w obrocie pozagiełdowym możliwość zawierania przez nieuczciwych inwestorów na podstawie jednego świadectwa depozytowego kilku umów sprzedaży praw z papierów wartości-

wych lub sprzedaży praw obciążonych zastawem. W celu uniknięcia tego ryzyka należałoby więc albo zlikwidować obrót pozagiełdowy jako kryminogeny, albo nadać świadectwu depozytowemu charakter quasi-papieru wartościowego, co jest o tyle bezsensowne, iż wszystkie zmiany zmierzały do ich praktycznego usunięcia z obrotu, a nie zastępowania innymi dokumentami.