

# Marek Michalski

---

## Dojście emisji papierów wartościowych do skutku na przykładzie emisji obligacji

---

Zeszyty Prawnicze 11/2, 13-30

---

2011

Artykuł został 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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MAREK MICHALSKI

Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie

## DOJŚCIE EMISJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DO SKUTKU NA PRZYKŁADZIE EMISJI OBLIGACJI

### I. KONSTRUKCJA OBLIGACJI JAKO PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Punktem wyjścia uczynić trzeba stwierdzenie, iż już na gruncie systematyki rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 27 października 1933 r. – Kodeks zobowiązań<sup>1</sup> widoczne było rozgraniczenie instytucjonalne między różnego rodzaju dokumentami mającymi jedynie moc dowodową – jak pokwitowania, czy inne poświadczenia otrzymania świadczenia, tudzież dokumenty umocowujące do odbioru świadczenia (por. art. 221 Kodeksu zobowiązań) – a dokumentami na okaziciela, które ówcześni komentatorzy<sup>2</sup> zaliczali do szerzej ujmowanej już wówczas kategorii papierów wartościowych. O ile jednak pojęcie papieru wartościowego ówczesnie występowało zazwyczaj w języku prawniczym<sup>3</sup>, o tyle w języku prawnym było ono dość sporadycznie wykorzystywane i do tego bez jednoznacznej definicji legalnej (por. np. art. 217, art. 425, art. 507 czy art. 514 rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 27 czerwca 1934 r.

---

<sup>1</sup> Dz. U. Nr 82, poz. 598.

<sup>2</sup> Por. np. J. KORZONK, I. ROSENBLÜTH, *Kodeks zobowiązań. Komentarz*, I, Kraków 1934, s. 489.

<sup>3</sup> Por. m.in. F. ZOLL, *Zobowiązania w zarysie według polskiego kodeksu zobowiązań*, Warszawa 1948, s. 98 i n.

– Kodeks handlowy<sup>4</sup>). Natomiast dokumenty na okaziciela ustawodawca starał się scharakteryzować dość precyzyjnie opisując ich istotę prawną w ten sposób, że uznawał za nie dokumenty, w których wystawca zobowiązywał się do spełnienia świadczenia na żądanie okaziciela, w taki sposób, iż realizacja tego zobowiązania następować miała za zwrotem dokumentu, a w razie częściowego świadczenia z zaznaczeniem tej okoliczności na dokumencie<sup>5</sup>. Stąd też ówczesna doktryna prawa handlowego postrzegала dokumenty na okaziciela jako konstrukcje, z którymi związane są oznaczone prawa majątkowe, których istnienie, a przynajmniej dochodzenie uzależnione jest od posiadania samego dokumentu. Konkludowano, że bez dokumentu prawo do żądania spełnienia świadczenia w ogóle nie istnieje, zaś wystawca zobowiązany jest do spełnienia świadczenia na żądanie każdorazowego okaziciela<sup>6</sup>, gdyż z mocy art. 228 Kodeksu zobowiązań spełnienie świadczenia do rąk legitymowanego treścią dokumentu spełniało ten skutek, że dłużnik zwolniony był z zobowiązania, przy czym wykonując w ten sposób zobowiązanie dłużnik nie miał obowiązku dochodzenia, czy okaziciel jest prawnym posiadaczem dokumentu.

Niemniej już w latach 60'tych ustawodawca coraz częściej używa w języku prawnym terminu „papier wartościowy”, zaś przykładem tego są chociażby niektóre sformułowania zamieszczone w przepisach Kodeksu cywilnego (por. np. art. 788 lub art. 801 oraz art. 849 k.c.). W związku z tym także i w doktrynie prawa pojawia się dyskusja na temat natury jurystycznej papieru wartościowego. Pierwsza z konkurencyjnych koncepcji zawężała rozumienie papieru wartościowego, ponieważ kazała stosować do niego kryterium obiegowości<sup>7</sup>. Stanowisko powyższe, nie odbierało nic walorowi legitymacyjnemu, który wyrażony był dotąd przez takie powiązanie prawa i nośnika ma-

---

<sup>4</sup> Dz. U. Nr 57, poz. 502 ze zm.

<sup>5</sup> Tak F. ZOLL, *Zobowiązania*, op. cit., s. 98.

<sup>6</sup> Tak por. zwłaszcza F. LONGCHAMP DE BERIER, *Polskie prawo cywilne. Zobowiązania*, Lwów 1939, s. 202.

<sup>7</sup> Tak zwłaszcza S. GRZYBOWSKI, [w:] *System prawa cywilnego*, III.2, Warszawa 1976, s. 986.

terialnego, że tylko w tym ostatnim widziano jedyny prawnie skuteczny sposób wykazania uprawnienia, ale wskazywało na kolejną cechę kwalifikującą, tj. na tak ścisłe powiązanie między prawem a nośnikiem, że obrót nimi staje się jednym i tym samym (a nie takim samym) obrotem<sup>8</sup>. Druga koncepcja, tzw. realizacji prawa zakładała, iż papier wartościowych oznacza taką konstrukcję, w której dochodzi do takiego powiązania prawa podmiotowego z nośnikiem materialnym (dokumentem), że wykonywanie tego prawa uwarunkowane jest posiadaniem dokumentu<sup>9</sup>.

Konkurencję między tymi dwoma rywalizującymi ze sobą przez jakiś czas koncepcjami rozstrzygnął ustawodawca na rzecz szerszego ujęcia papierów wartościowych, tj. na rzecz koncepcji wykonania prawa, wprowadzając w drodze nowelizacji z dnia 28 lipca 1990 r. do Kodeksu cywilnego tytuł XXXVII, a w nim dział II, zatytułowany „*Papiery wartościowe*”. Mimo, że przepisy Kodeksu cywilnego nie zawierają legalnej definicji papieru wartościowego, jednak powszechnie przyjmuje się, że w art. 921<sup>6</sup> k.c. ustawodawca, w sposób reprezentatywny dla instytucji papieru wartościowego, opisał relację między prawem a nośnikiem tak, że umieścił ją w konwencji wykonania prawa, czego przesłanką jest posiadanie dokumentu<sup>10</sup>. Taki ścisły związek między nośnikiem a prawem powoduje – w ujęciu normatywnym – ten skutek, że chociaż wartość nośnika nie jest, co do zasady, wartością samą w sobie, jednak uzyskuje on wartość ucieleśnianego prawa majątkowego. Można zatem powiedzieć, że ucieleśnienie prawa w dokumencie, nadaje temu pierwszemu walor fizyczny, przez co podlega ono, w sferze obrotu prawnego, reżimowi praworzeczowemu, czyli właściwemu rzeczom. Zastosowanie takiego mechanizmu, tj. uzewnętrznienie prawa w materialnym nośniku, ma skutki nie tylko dla sposobu wykazania prawa, ale także dla zasad rozporządza-

<sup>8</sup> Por. m.in. M. MICHAŁSKI, [w:] M. BĄCZYK, M.H. KOZIŃSKI, M. MICHAŁSKI, W. PYZIOL, A. SZUMAŃSKI, I. WEISS, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 544.

<sup>9</sup> Przede wszystkim por. Z. RADWAŃSKI, *Prawo zobowiązań*, Warszawa 1986, s. 449 i nast.

<sup>10</sup> *Verba legis*: „dłużnik zobowiązany jest do świadczenia za zwrotem dokumentu, albo udostępnieniem go dłużnikowi celem pozbawienia dokumentu mocy prawnej”.

nia nim. Chodzi tutaj bowiem o uproszczenie całego procesu dowodowego w wykazywaniu uprawnienia, oraz o liberalizację przenoszenia prawa na innych uczestników obrotu.

Papiery wartościowe występujące w takim właśnie ujęciu klasycznym, czyli będące kontraktem łączącym ściśle majątkowe prawo podmiotowe z materialnym nośnikiem, jakim jest dokument (por. art. 921<sup>6</sup> oraz art. 921<sup>7</sup> k.c.), kwalifikowane są w doktrynie prawa jako tzw. rzeczy *suis generis*<sup>11</sup>, na co wpływa okoliczność, iż jako przedmiot stosunków cywilnoprawnych nie występują one w postaci rzeczy samoistnych, lecz zawsze w powiązaniu z prawami, których dotyczą<sup>12</sup>. W tym miejscu trzeba zwrócić uwagę na okoliczność, iż regulacja normatywna odnosząca się do papierów wartościowych pomieszczona została w księdze trzeciej kodeksu cywilnego, obejmującej unormowania dotyczące zobowiązań, co jednoznacznie wskazuje, że u podstawy bytu prawnego, jakim jest papier wartościowy znajduje się stosunek zobowiązaniowy między wystawcą papieru wartościowego a jego odbiorcą (pierwszym posiadaczem). Właśnie poprzez ten stosunek zobowiązaniowy trzeba postrzegać konstrukcję papieru wartościowego, jako że przesądza on o treści prawa ucieleśnionego w dokumencie. Z tego względu ustawodawca regulację normatywną w przedmiocie papierów wartościowych w pierwszej kolejności poświęcił wierzyielskim papierom wartościowym, tj. papierom opiewającym na wierzytelności, nakazując jednocześnie, aby unormowania przewidziane w art. 921<sup>6</sup> oraz art. 921<sup>14</sup> k.c. odpowiednio stosować do papierów wartościowych ucieleśniających inne prawa niż wierzytelności (por. art. 921<sup>16</sup> k.c.).

O ile przepisy działu II tytułu XXXVII k.c. mają charakter ogólny i odnoszą się do wszystkich typów normatywnych papierów wartościowych<sup>13</sup>, o tyle w zakresie poszczególnych typów normatywnych,

<sup>11</sup> Tak Z. RADWAŃSKI, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 1993, s. 102.

<sup>12</sup> Por. W.J. KATNER, [w:] *System prawa prywatnego*, I: *Prawo cywilne – część ogólna*, red. M. SAFJAN, Warszawa 2007, s. 1221.

<sup>13</sup> Tak A. SZPUNAR, *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, «PiP».46.9/1991, s. 15 oraz M. BĄCZYK, [w:] M. BĄCZYK, M. H. KOZIŃSKI, M. MICHALSKI, W. PYZIOL, A. SZUMAŃSKI, I. WEISS, *Papiery...*, s. 34.

w tym treści reprezentowanych przez nie praw, zasad emisji, czy też wystawiania, tudzież reguł rozporządzania nimi, znajdują zastosowanie również właściwe przepisy szczególne, stanowiące normatywne podstawy kreacji papierów wartościowych danego typu<sup>14</sup>. W odniesieniu do obligacji rolę taką pełnią przepisy ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach<sup>15</sup>, definiujące nie tylko pojęcie, ale także naturę jurydyczną papierów wartościowych należących do tego typu normatywnego. Jedynie w oparciu o powołane wyżej przepisy można zidentyfikować obligacje od strony: **(i)** treści inkorporowanego w nich prawa, jakim jest wierzytelność bądź pieniężna, bądź też niepieniężna (por. art. 4 ust. 1 w zw. z ust. 2 u. oblig.), **(ii)** podmiotowej zdolności emisyjnej (por. art. 2 w zw. z art. 3 u. oblig.) oraz **(iii)** procedury emisyjnej (por. art. 9-13 u. oblig.). Właśnie owe trzy wspomniane aspekty przesądzają o odmienności każdego typu normatywnego papierów wartościowych, decydując o jego specyfice rodzajowej. Tak też przedstawia się powyższe zagadnienie w odniesieniu do obligacji, które zostały ukształtowane przez ustawodawcę jako wierzytelne papiery wartościowe, cechujące się tym, iż zawsze emitowane są w serii (por. art. 4 ust. 1 *in princ.* u. oblig) i z racji tego, że ucieleśniają oznaczoną wierzytelność pieniężną w postaci żądania zapłaty oznaczonej sumy pieniężnej, albo niepieniężną w postaci roszczenia o spełnienie oznaczonego świadczenia, np. wydanie akcji, bądź przyjęcia zapisu na akcje w pierwszej kolejności, zaliczane są do kategorii dłużnych papierów wartościowych<sup>16</sup>. Stając przeto na gruncie teorii wykonania prawa, jaką przyjął ustawodawca polski w odniesieniu do papierów wartościowych, w przypadku obligacji mamy zatem do czynienia z konstrukcją zakładającą powiązanie nośnika materialnego, stanowią-

---

<sup>14</sup> Na ten temat por. M. MICHAŁSKI, *Systematyka typów normatywnych papierów wartościowych*, «Prawo Papierów Wartościowych» 2/2000, s. 3.

<sup>15</sup> Tekst jednolity – Dz. U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 ze zm., zwana dalej „u. oblig.”.

<sup>16</sup> Tak m. in. I. WEISS, [w:] M. BĄCZYK, M. H. KOZIŃSKI, M. MICHAŁSKI, W. PYZIOL, A. SZUMAŃSKI, I. WEISS, *Papiery...*, s. 203; TENZE, [w:] *System prawa prywatnego, XIX: Prawo papierów wartościowych*, red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 374 i n., a także R. CZERNIAWSKI, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 36.

cego element fizyczny z prawem majątkowym w postaci wierzytelności, w taki sposób, iż bez nośnika nie jest możliwe wykonywanie tego prawa. Można zatem stwierdzić, że z obligacji wynika stosunek zobowiązaniowy, na mocy którego emitent zobowiązuje się w oznaczonym terminie do spełnienia oznaczonego świadczenia – pieniężnego (w przypadku obligacji pieniężnych), lub niepieniężnego (w przypadku obligacji niepieniężnych) – podczas gdy obligatariusz obejmujący obligacje spełnia świadczenie natury pieniężnej, polegające na przekazaniu emitentowi oznaczonej sumy pieniężnej. Z tego tytułu emitent pozostaje dłużnikiem, podczas gdy pierwszy obligatariusz, tudzież każdy jego następca prawny będzie wierzycielem (każdoczesnym obligatariuszem), tj. uprawnionym do odbioru świadczenia emitenta<sup>17</sup>.

Konstatując powyższe wywody należy zauważyć, że od strony natury prawnej u podłoża obligacji – postrzeganej w kategoriach papieru wartościowego – leży konstrukcja pożyczki w rozumieniu art. 720 k.c., jako że pierwszy obligatariusz dokonując opłacenia obligacji w procesie emisyjnym tym samym udziela pożyczki oznaczonej sumy pieniężnej („określonej ilości pieniędzy”) emitentowi obligacji, zaś ten drugi zobowiązany jest albo do zwrotu tejże sumy w oznaczonym terminie, albo też – poprzez konstrukcję zobowiązania przemiennego (por. art. 365 k.c.) – do spełnienia innego świadczenia (np. wydania akcji własnych, bądź akcji spółki zależnej), ewentualnie do zwrotu sumy pożyczonej. Zwrot sumy nominalnej, tudzież zamiennie potraktowane spełnienie innego świadczenia niepieniężnego stanowią zawsze zobowiązanie główne emitenta, który ponadto z reguły spełnić powinien świadczenie uboczne w postaci zapłaty odsetek według określonej w warunkach emisji stopy odsetkowej. W tym kontekście można stwierdzić, iż zwrot sumy nominalnej, tudzież na równi z nim ujmowane spełnienie świadczenia zamiennego stanowią zasadniczy rys obligacyjny, nadający obligacjom charakter instrumentów dłużnych, co znajduje swoje uzasadnienie także w podstawowej funkcji ekonomicznej obligacji, jaką jest funkcja rozwojowa, bowiem

---

<sup>17</sup> Por. także R. JURGA, M. MICHALSKI, *Obligacje w świetle ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r.*, «PUG» 49.1/1996, s. 3.

poprzez nią emitent pozyskuje środki inwestycyjne na swój rozwój<sup>18</sup> i w ten sposób organizuje swoje finansowanie ze źródeł zewnętrznych. Obligacje jako źródło finansowania umiejscawiane są w opozycji do źródeł samofinansujących, gdyż ich istota ekonomiczna sprowadza się do korzystania z kapitału obcego, czego konsekwencją jest obowiązek jego zwrotu<sup>19</sup>.

## II. EMISJA OBLIGACJI JAKO MEMENT NAWIĄZANIA STOSUNKU ZOBOWIĄZANIOWEGO Z OBLIGACJI

Źródłem stosunku pożyczkowego z obligacji, jaki leży u podstaw kreacji tych papierów wartościowych, jest zdarzenie prawne określane mianem emisji. Ustawodawca nie zdefiniował pojęcia emisji, niemniej opisał na poziomie normatywnym poszczególne jej etapy. W oparciu o przepisy normujące problematykę emisji można doprecyzować rozumienie tego terminu.

Doktryna prawa handlowego podchodzi do emisji w różnorodny sposób. Skrajnie zawężone stanowisko zajął w tym przedmiocie M. Romanowski, według którego emisja oznacza czynność polegającą na wydaniu papieru wartościowego wystawionego zgodnie z przepisami prawa przez dłużnika osobie uprawnionej<sup>20</sup>. Takie podejście zostało jednak poddane słusznej krytyce, jako że podniesiono zasadnie, iż pozostaje ono w sprzeczności z tymi przepisami prawa, które mimo że nie zawierają definicji emisji, posługują się tym pojęciem w kontekście całego procesu przeprowadzanego w celu wydania papieru wartościowego<sup>21</sup>. Tym samym większość doktryny prawa przy-

<sup>18</sup> Tak też I. WEISS, [w:] *System prawa...*, XIX, s. 400.

<sup>19</sup> Por. także S. ANTKIEWICZ, *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Warszawa 2002, s. 14 i n.

<sup>20</sup> Tak M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowym. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 143.

<sup>21</sup> Por. m. in. A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 220 oraz M. MICHAŁSKI, [w:] A. CHŁOPECKI, G. DOMANSKI, R. JURGA, M. MICHAŁSKI, L. SOBOLĘWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, red. L. SOBOLĘWSKI, Warszawa 1999, s. 167, podobnie jak S. SOBOLĘWSKI,



muje szerokie rozumienie pojęcia emisji, przez którą rozumie należy roznieć ogół czynności, które przedsiębrane są przez dany podmiot w celu skutecznego wykreowania papierów wartościowych, w efekcie czego papiery wartościowe zaistnieją jako przedmiot obrotu prawnego<sup>22</sup>. Emisja stanowi zatem ciąg zdarzeń, zarówno prawnych jak też faktycznych, prowadzący do uzyskania bytu prawnego przez papiery wartościowe danego typu, czy raczej zaistnienia w obrocie prawnym prawa reprezentowanego przez nośnik materialny.

Tak też podchodzi ustawodawca do emisji obligacji zamieszczając uregulowanie procesu emisyjnego w art. 9-13 u. oblig., w których wyraźnie rozgranicza: (i) złożenie propozycji objęcia obligacji (por. art. 10 w zw. z art. 9 u. oblig.), (ii) subskrypcję, tj. dokonanie zapisów na obligacje (por. art. 12 ust. 1-2 i ust. 3 pkt 1-2 w zw. z art. 13 ust. 2 u. oblig.), (iii) dokonanie przydziału obligacji (por. art. 12 ust. 3 pkt 3 u. oblig.). Dopiero w następstwie przydziału (lub odpowiednio przyjęcia propozycji objęcia obligacji) – o ile objęto odpowiednią liczbę obligacji, czyli w ramach progu dojścia emisji do skutku – emisja doprowadza do skutecznego wykreowania stosunku zobowiązaniowego o charakterze pożyczkowym. W konsekwencji tak rozumiana emisja staje się źródłem kreacji prawa, które zostaje ucieleśnione (inkorporowane) w papierze wartościowym. W tym miejscu trzeba zwłaszcza zauważyć, że okoliczność, czy aby wydanie dokumentu jest elementem emisji papieru wartościowego zależy od tego, czy dany typ papieru wartościowego należy do papierów konstytutywnych, czy też deklaratywnych<sup>23</sup>.

---

*Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, s. 19 i n., który zauważa, że emisję trzeba postrzegać w szerokim ujęciu, a zatem nie tylko jako czynności poprzedzające wydanie papieru wartościowego, ale także jako samo wydanie, które nie stanowi ani zbycia, ani nabycia czy też wykupu papieru wartościowego.

<sup>22</sup> Por. za wielu M. MICHALSKI, *Prawne uwarunkowania tzw. zdolności emisyjnej banków*, «Prawo Bankowe» 2003 nr 5, s. 74.

<sup>23</sup> Por. zwłaszcza K. ZAWADA, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. PIETRZYKOWSKI, II, Warszawa 1998, s. 631 oraz TENZE, [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. WŁODYKA, Kraków 1996, s. 17.

Papiery konstytutywne stanowią kategorię, w ramach której wystawienie dokumentu uznawane jest – od strony konstrukcyjnej – za moment miarodajny dla stwierdzenia kreacji samego prawa, podczas gdy przy papierach deklaracyjnych nie dochodzi do utożsamienia momenty wystawienia dokumentu z momentem powstania prawa<sup>24</sup>. Dlatego też kategorię papierów deklaracyjnych cechuje to, że prawo – będące przedmiotem ucieleśnienia w nośniku – powstaje przed wystawieniem (wydaniem) dokumentu<sup>25</sup>. O tym jednak, czy dany typ normatywny papieru wartościowego zaliczyć trzeba do kategorii papierów konstytutywnych, czy też deklaracyjnych przesądza nie wola emitenta (wystawcy), ale zawsze wyraźne rozstrzygnięcie ustawodawcy idące w tym kierunku, iż za papier konstytutywny uważać można tylko taki papier, w przypadku którego ważność prawa (zobowiązania wystawcy) zależy od ważności dokumentu. Konstytutywność jest przede wszystkim cechą, która – w przeciwieństwie do deklaracyjności – musi być wyraźnie przez ustawodawcę przewidziana, jak ma to miejsce w przypadku weksli (por. art. 1 ustawy z dnia 23 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe<sup>26</sup>) oraz czeków (por. art. 1 ustawy z dnia 23 kwietnia 1936 r. – Prawo czekowe<sup>27</sup>).

Trzeba koniecznie podkreślić, iż – w świetle przepisów u. oblig. – moment wydania dokumentu obligacji nie jest momentem powstania papieru wartościowego, a tym samym momentem kreacji zobowiązania emitenta. Wydanie dokumentu jest czynnością techniczno-prawną pozostającą poza sferą procesu emisyjnego, w następstwie którego zaistnieje wierzytelność ucieleśniona w obligacji. Tym samym obligacje należą do deklaracyjnych papierów wartościowych, co oznacza, że powstanie prawa obligacyjnego inkorporowanego w obligacji jest zdarzeniem pierwotnym<sup>28</sup>. W konsekwencji czynność wystawienia

---

<sup>24</sup> Tak M. MICHALSKI *Systematyka typów...*, s. 6.

<sup>25</sup> Tak M. MICHALSKI *Systematyka typów...*, s. 6.

<sup>26</sup> Dz. U. Nr 37, poz. 282.

<sup>27</sup> Dz. U. Nr 37, 238.

<sup>28</sup> A. SZPUNAR, *O pierwotnym i pochodnym nabyciu prawa podmiotowego*, «Rejent» 9.8/1999, s. 111.

dokumentu musi być postrzegana jako zdarzenie wtórne, następcze względem momentu skutecznego wykreowania prawa podmiotowego, jakim jest wierzytelność obligacyjna. Tak powstałe prawo obligacyjne opisuje sytuację prawną obligatariusza jeszcze przed momentem wydania mu dokumentu obligacji. W konsekwencji pożyczkodawca staje się obligatariuszem, tj. podmiotem uprawnionym już z momentem dojścia emisji do skutku, czyli z chwilą przydziału, tudzież przyjęcia propozycji objęcia obligacji. Co więcej, wadliwość dokumentu w żadnym stopniu nie wpłynie na ważność samego prawa obligacyjnego (wierzytelności). Deklaratywność obligacji oznacza bowiem taki stan, w którym prawo inkorporowane w dokumencie powstaje niezależnie do tego dokumentu i jego byt prawny nie jest uwarunkowany ważnością samego dokumentu. Błędne pozostaje zatem prezentowane w literaturze przedmiotu stanowisko L. Sobolewskiego, zaliczające obligacje do papierów o charakterze konstytutywnym<sup>29</sup>. Nie można także pominąć uwagi, że stanowisko przywołanego wyżej autora zawiera istotną nielogiczność, ponieważ najpierw stwierdza on, że prawa z obligacji powstają dopiero z chwilą wydania obligacji, po czym zauważa, iż do tego momentu osobie na rzecz której dokonano przydziału przysługuje roszczenie o wydanie obligacji. Tymczasem – jeżeli nie przyjmie się, iż roszczenie takie jest przejawem prawa podmiotowego obligacyjnego, które już istnieje – należałoby uznać, że do momentu wydania obligacji osobie, na rzecz której dokonano przydziału przysługuje jedynie roszczenie o zwrot sumy pieniężnej zapłaconej z tytułu objęcia obligacji.

Ażeby usankcjonować konstytutywny charakter obligacji ustawodawca musiałby wskazać na wydanie dokumentu jako na zdarzenie pierwotne dla powstania prawa obligacyjnego. Niemniej ustawodawca wiąże emitenta obowiązkiem dokonania przydziału w oznaczonym terminie (por. odpowiednio art. 12 ust. 2 i art. 12 ust. 3 pkt 3 u. oblig.), co znamionuje, że właśnie w następstwie tej czynności, jaką jest przydział (ewentualnie przyjęcie propozycji), powstaje prawo obligacyjne.

---

<sup>29</sup> Por. L. SOBOLEWSKI, [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. WŁODYKA, Warszawa 2004, s. 341, tym bardziej, że wspomniany Autor poza samą tezą nie przytacza żadnych argumentów na jej poparcie.

Można przeto skonstatować, że zdarzeniem bezpośrednio poprzedzającym kreację wierzytelności, jaką jest podmiotowe prawo obligacyjne, jest przydział obligacji dokonywany przez emitenta.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na okoliczność mającą znaczenie z punktu widzenia omawianej problematyki. Chodzi mianowicie o porównanie obligacji z innym typem papierów wartościowych, jakim są akcje, będące – podobnie jak obligacje – także deklaracyjnymi papierami wartościowymi. Niemniej właśnie w przypadku akcji, tj. papierów wartościowych o charakterze udziałowym ustawodawca uzależnił – *expressis verbis* – powstanie prawa podmiotowego od warunku prawnego, jakim jest wpis do rejestru przedsiębiorców bądź spółki, bądź też podwyższenia kapitału zakładowego (por. art. 12 w zw. z art. 326 oraz 430 § 2 w zw. z art. 431 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych<sup>30</sup>). Odwołanie się w powyższej konstrukcji prawnej do *conditio iuris* nie zmienia wszakże podejścia, zgodne z którym decydujące znaczenie z punktu widzenia działań podejmowanych przez emitenta akcji ma dla ich powstania właśnie czynność przydziału akcji. Dokonuje się jej po zamknięciu subskrypcji, czy to zamkniętej, czy to otwartej (por. art. 439 k.s.h.), podczas gdy w przypadku subskrypcji prywatnej jej swoistym odpowiednikiem jest przyjęcie oferty (por. art. 431 § 2 pkt 1 k.s.h.), po czym emitent zgłasza odpowiedni wniosek o wpis do rejestru przedsiębiorców, co oczywiście z kolei wydłuża proces emisji akcji o kolejne zdarzenie, z tym że pozostające poza możliwościami oddziaływania emitenta. Jednocześnie na gruncie art. 328 § 5 k.s.h. pojawia się roszczenie o wydanie dokumentu akcji, przysługujące akcjonariuszowi, czyli udziałowcowi spółki, mimo że nie wydano mu jeszcze dokumentu. A więc roszczenie powyższe jest przejawem prawa akcyjnego służącego tylko akcjonariuszom.

Takiego schematu postępowania ustawodawca nie przyjął w odniesieniu do obligacji, jako że ich emisja nie wiąże się z powstaniem osoby prawnej, więc nie ma potrzeby obejmowania jej dodatkowymi obostrzeniami prawnymi. Dlatego też dla emisji obligacji proces emi-

---

<sup>30</sup> Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.

syjny został ograniczony tylko do czynności podejmowanych przez emitenta i kończy się skutecznie na momencie przydziału obligacji. Czynność wydania dokumentu obligacji jest tylko technicznym potwierdzeniem statusu obligatariusza, jaki uzyskuje osoba na rzecz której dokonano przydziału obligacji.

Trzeba zauważyć, że gdy emisja obligacji odbywa się w formule określonej w art. 9 pkt 3 u. oblig., tj. przyjęcia propozycji objęcia, moment przyjęcia propozycji jest tożsamy w skutkach z momentem przydziału obligacji<sup>31</sup>. W obydwu przypadkach dokument (a zatem moment jego wydania) potwierdza jedynie stan już zaistniały, tzn. skuteczne powstanie ważnej wierzytelności przysługującej osobie, na rzecz której dokonano przydziału obligacji, bądź która przyjęła propozycję emitenta objęcia obligacji.

Jeżeli przeto ustawodawca w regulacji normatywnej odwołuje się do czynności wydania w trakcie procesu emisyjnego dokumentu obligacji (por. art. 15 u. oblig.), to nie rozumie przez nią czynność warunkującą dojście emisji do skutku, ale czynność techniczną, której dokonanie nie jest powiązane z procesem emisyjnym, lecz ma inny cel, a mianowicie właściwą ochronę obligatariusza. Powołany przepis stanowi bowiem, że w sytuacji, kiedy warunki emisji obligacji przewidują ustanowienie zabezpieczeń, dokument obligacji może zostać wydany dopiero po spełnieniu wszelkich wymogów, jakie wiążą się z ustanowieniem danego rodzaju zabezpieczenia. Tym samym ustawodawca stara się przeciwdziałać obrotowi obligacjami, co do których emitent nie wywiązał się w pełni ze swoich obowiązków. W tym kontekście wydanie obligacji nie oznacza kontynuacji procedury emisyjnej, ile czynność techniczną polegającą na przekazaniu obligatariuszowi dokumentu obligacji w takim momencie, kiedy obrót takimi obligacjami będzie obrotem wierzytelnościami o treści dokładnie sprecyzowanej w warunkach emisji (w tym wypadku wierzytelnościami, którym przysługują oznaczone zabezpieczenia). Mamy tutaj więc z sytuacją, gdzie obligatariusz, tj. wierzyciel korzysta już ze

---

<sup>31</sup> Odmienne R. CZERNIAWSKI, *Ustawa o obligacjach...*, s. 112, zdaniem którego emisja dochodzi do skutku już z chwilą subskrybowania obligacji, co stanowi czynność poprzedzającą jeszcze sam przydział.

swojego statusu prawnego względem emitenta<sup>32</sup>, ale nie może jeszcze rozporządzać w pełni swoim prawem – zgodnie z zasadami wprowadzonymi dla papierów wartościowych przez reżim prawno rzeczowy – gdyż nie dysponuje jeszcze dokumentem, a więc nośnikiem materialnym prawa obligacyjnego, które już mu przysługuje od momentu przydziału (przyjęcia propozycji). W tym sensie mamy do czynienia z zakończeniem procesu emisyjnego i skutecznym wykreowaniem prawa (wierzytelności). Całkowicie niezrozumiałe jest w tym kontekście, wewnątrznie sprzeczne stanowisko B. Ptaka<sup>33</sup>, gdzie autor wiąże wydanie dokumentu z procesem emisyjnym, po czym stwierdza w jednym miejscu, że oto naruszenie art. 15 u. oblig. powoduje nieważność emisji<sup>34</sup>, zaś w innym miejscu mówi o powstaniu po stronie emitenta zarzutu wynikającego z ważności dokumentu<sup>35</sup>, co z kolei sugeruje jednak istnienie prawa wykreowanego w ramach takiej „nieważnej emisji”, skoro zarzut taki może podnieść emitent wobec uprawnionego, natomiast nieważność emisji *ex definitione* wykluczałaby możliwość podnoszenia zarzutów służących emitentowi, a więc opartych na ważnie zawiązanym stosunku prawnym rodzącym wierzytelność obligacyjną.

Trzeba w tym miejscu koniecznie zauważyć, że wzmiankowany przepis o wydaniu dokumentu obligacji znajduje się w obrębie systematyki u. oblig. po przepisach normujących procedurę emisyjną, a więc nie stanowi ich bezpośredniej kontynuacji, lecz reguluje przypadek szczególny, a mianowicie problematykę ochrony pozycji obligatariusza w sytuacji obligacji zabezpieczonych. Stąd jeżeli – jak już o tym była mowa wcześniej – konstrukcja papieru wartościowego o charakterze deklaratywnym zakłada, że prawo, z jakim wiąże się już status uprawnionego (tutaj obligatariusza) powstaje wcześniej, natomiast samo ucieleśnienie prawa w dokumencie ma ten skutek, iż nadaje temu pierwszemu walor fizyczny, dzięki czemu podlega ono obrotowi tak jak rzeczy (stąd zaliczenie papierów wartościowych

---

<sup>32</sup> W tym kierunku idzie także R. CZERNAWSKI, *Ustawa o obligacjach...*, s. 121.

<sup>33</sup> B. PTAK, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, s. 423 i n.

<sup>34</sup> Por. B. PTAK, *Ustawa o obligacjach...*, s. 441.

<sup>35</sup> B. PTAK, *Ustawa o obligacjach...*, s. 442.

do rzeczy *sui generis*), to art. 15 u. oblig. wyklądać należy właśnie w tym sensie, iż brak ustanowienia zabezpieczenia stanowić będzie przeszkodę dla wydania dokumentu, wobec czego nie będzie możliwe rozporządzenie wierzytelnością obligacyjną w trybie właściwym dla rzeczy, tzn. bez weryfikacji okoliczności emisji i w zaufaniu do treści dokumentu, co wynika z art. 921<sup>13</sup> k.c., tj. w przedmiocie zarzutów służących emitentowi wobec posiadacza obligacji. W konsekwencji chronieni są również inni uczestnicy obrotu, bowiem nie nabędą oni w dobrej wierze obligacji, co do których emitent nie spełnił jeszcze wszystkich swoich zobowiązań. Chodzi tutaj o wymóg wskazania w treści dokumentu obligacji m. in. zakresu i formy zabezpieczenia (por. art. 5 ust. 1 pkt 9 u. oblig.). Dlatego też ustawodawca dokonuje na gruncie art. 15 u. oblig. wyraźnego rozgraniczenia w warstwie semantycznej – czego niestety nie zauważają ani L. Sobolewski, ani też B. Ptak – jako że wprowadza sformułowanie mówiące o „*wydawaniu obligacji*”, chociaż wcześniej posługuje się sformułowaniem „*emisja obligacji*” (por. m.in. art. 4, art. 10-13 u. oblig.). Konieczne jest więc przyznanie tym wyrażeniom odmiennych znaczeń, gdyż czymś innym jest zdarzenie polegające na skutecznym wykreowaniu obligacji, kończące proces emisyjny, a czymś innym będzie czynność wydania dokumentu obligacji, należąca już do sfery poemisyjnej, stanowiąca po stronie konkretyzującą ciężącego na nim obowiązku względem obligatariusza. Otóż z momentem wydania dokumentu obligacji obligatariusz uzyskuje możliwość rozporządzania wierzytelnością w sposób uproszczony, ułatwiający szybkość dokonywania transakcji, jako że w miejsce reżimu właściwego dla obrotu wierzytelnościami (por. art. 509 i nast. k.c.) wchodzi reżim właściwy dla papierów wartościowych, tj. art. 921<sup>8</sup> – art. 921<sup>13</sup> k.c., co nabiera szczególnego znaczenia przy obligacjach na okaziciela, gdyż obrót nimi następuje w drodze faktycznego wydania dokumentu (por. art. 921<sup>12</sup> k.c.).

### III. FAKULTATYWNY PRÓG DOJŚCIA EMISJI DO SKUTKU

W przeciwieństwie do regulacji odnoszących się do emisji akcji, co do których obowiązuje obligatoryjny próg dojścia emisji do skutku

(por. art. 310 § 1 w zw. z § 2 k.s.h., a także art. 431 § 7 w zw. z art. 310 § 1 oraz § 2 k.s.h.), ustawodawca w przypadku obligacji wprowadził rozwiązanie uniezależniające dojście emisji do skutku od liczby subskrybowanych obligacji, przyznając jednocześnie emitentowi kompetencję do fakultatywnego wskazania progu emisji, poniżej którego nie zostanie ona efektywnie zakończona skutecznym wykreowaniem wierzytelności. Zgodnie z art. 13 ust. 1 u. oblig. emitent może określić w warunkach emisji minimalną liczbę obligacji, których subskrybowanie jest wymagane dla dojścia emisji do skutku. Tym samym, wobec braku zamieszczenia takiego postanowienia w warunkach emisji obligacji przyjąć należy, że emitent nie jest związany żadną wielkością przesądzającą o powodzeniu emisji. Nie ma bowiem żadnej zależności między liczbą subskrybowanych obligacji a zdarzeniem w postaci skutecznego wykreowania wierzytelności, czyli zawiązania obligacyjnego stosunku pożyczki między emitentem a określonym wierzycielem. Okoliczność, że wierzycieli będzie mniej niż przyjęto w założeniach emisyjnych nie wpływa na ważność konkretnego, tzn. zindywidualizowanego stosunku. Jedynie interes emitenta może przesądzić o uzależnieniu powodzenia emisji od osiągnięcia przez nią oznaczonej wielkości, co niewątpliwie wiąże się z wielkością pozyskanych środków finansowych. Oznacza to, że przy wielkości mniejszej niż założona minimalna wielkość emisji przedsięwzięcie mające być sfinansowane z emisji obligacji nie może zostać zrealizowane. Wówczas też emitent powinien mieć możliwość wycofania się z zaciągniętych zobowiązań. Taką możliwość przyznawać mu będzie wspomniana klauzula progu emisji.

Niemniej w literaturze przedmiotu, głównie w opracowaniach praktycznych wyrażono stanowisko przeciwstawne, jako że przyjmujące, iż brak klauzuli progu emisji oznacza, iż emisja obligacji dochodzi do skutku tylko wówczas, kiedy subskrybowane zostaną wszystkie obligacje<sup>36</sup>. Pogląd ten nie znajduje żadnego oparcia w prawie pozytywnym, ponieważ w u. oblig. brak przepisu odpowiadającego treści re-

---

<sup>36</sup> Tak zwłaszcza R. CZERNIAWSKI, *Ustawa o obligacjach...*, s. 112 oraz L. LIPIEC-WARZECHA, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 196.



gulacji z art. 310 § 1 k.s.h., gdzie ustawodawca wprost stwierdza, iż „Zawiązanie spółki następuje z chwilą objęcia wszystkich akcji”<sup>37</sup>, co jest o tyle uzasadnione, że niezebrań kapitału zakładowego w odpowiedniej wielkości ubezskutechni zawiązanie spółki, a także podwyższenie jej kapitału zakładowego. Tymczasem konstrukcja obligacji nie warunkuje ważności zobowiązania emitenta względem jednego z obligatariuszy, ważnością zobowiązania emitenta wobec innego obligatariusza. Zatem sięgając do *argumentum ex iuris* można sformułować pogląd, iż milczenie ustawodawcy na gruncie u. oblig. w zakresie warunku skuteczności emisji powinno być traktowane jako jej usankcjonowanie już na najniższym z możliwych poziomie liczbowym. W przeciwnym razie, z racji restrykcyjności rozwiązania analogicznego do tego, jakie przewiduje art. 310 § 1 k.s.h. konieczne byłoby wyraźne rozstrzygnięcie ustawowe, w myśl którego ważność emisji obligacji wymagałaby objęcia wszystkich obligacji.

Co więcej, analizując art. 13 ust. 1 u. oblig. w ujęciu historycznym, można zauważyć, iż pierwotnie, tj. do czasu nowelizacji z dnia 29 czerwca 2000 r. brzmiał on następująco: „*Emisję uważa się za niedoszlą do skutku, jeżeli w terminie wyznaczonym do zapisywania się na obligacje nie zostanie subskrybowane co najmniej 80% emisji. W przypadku emisji obligacji zabezpieczonych całkowicie, w warunkach emisji emitent może określić inny próg dojsia subskrypcji do skutku*”. Jak widać już wówczas ustawodawca dopuszczał – i to *ex lege* – skuteczność emisji poniżej pełnej liczby emitowanych obligacji. Próg ten obniżano jeszcze bardziej w przypadku obligacji w pełni zabezpieczonych. Jednakże tą ograniczoną restrykcyjność przyjmowanego wówczas rozwiązania określana jako nadmierne sztuczność, postulując nawet odejście od jakiegokolwiek limitu w przypadku obligacji zabezpieczonych<sup>38</sup>. Skoro w poprzednim stanie prawnym obowiązywała złagodzona konstrukcja progu emisji, obniżająca go do poziomu 80% emisji, co wymagało przecież wyraźnej dyspo-

---

<sup>37</sup> Z mocy odesłania przewidzianego w art. 431 § 7 k.s.h. przepis art. 310 § 1 k.s.h. stosuje się odpowiednio także do przypadków podwyższania kapitału zakładowego.

<sup>38</sup> Tak L. SOBOLEWSKI, *Ustawa o obligacjach...*, s. 120.

zycji ustawodawcy, to na gruncie aktualnego stanu prawnego, który milczy na temat progu emisji wniosek, iż próg ten jest tak restrykcyjny, iż sięga wszystkich emitowanych obligacji jest całkowicie bezpodstawny.

W świetle powyższych wywodów nie ma podstaw normatywnych, aby uzależniać skuteczność dojścia emisji obligacji do skutku od subskrybowania jakiegokolwiek większej liczby obligacji niż jedna, poza przypadkiem, gdy emitent przewidział w warunkach emisji fakultatywny próg emisji. Wykładnia taka byłaby w sposób oczywisty wykładnią *contra legem*, a nadto – z gubnie dla praktyki obrotu – wprowadzałyby niczym nie uzasadniony rygoryzm, jaki w żadnej mierze nie znajduje oparcia w konstrukcji obligacji.

#### THE MOMENT OF CREATION OF SECURITIES ON THE EXAMPLE OF THE BONDS

##### Summary

Bonds are a type of securities that are used to raise funds for the financial needs of enterprises. These funds are considered as a money capital coming from external sources, as the bond issuer is obliged to repay the loan up to the date specified in the terms of the issue of the bonds. The process of the bond issue has been greatly simplified, so that bonds become an instrument easy to use on the financial market. The brevity of the provisions regulating the bond issue was intended to ensure that bond issue can be conducted briefly and to release the entire procedure from the burden of unnecessary rigorism. In contrast to shares, issuance of bonds is not subject to any formal restrictions in the form of entering the issue to a public register of any kind. On the other hand, brevity of the Bonds Act of 29 June 1995 leads to significant differences in interpretation. The Act on Bonds does not clearly identify the moment of creation of an effective claim. Whereas there are two legal terms defined in the Act i.e. the hand-over of bond documents, and the moment of the issuance taking place. There are no grounds, in

light of the provisions of the Act on Bonds, to equate these two concepts. The creation of an effective receivable, i.e., one that may be claimed by legal actions of the creditor is determined by the moment of the issuance taking place, not the hand-over of the bond documents. The second step, namely the hand-over of the bond documents, from the perspective of the Law on Bonds has only a technical meaning and should not be treated as a requirement for the acquisition of the claim by the bondholder. Absence of the bond documents hand-over may affect the position of the bondholder, since it impedes the possibility to dispose of the claim, but does not deprive one of the right. The bondholders claim is created on the earlier stage and its existence is independent of the bond document hand-over.