

**Pojęcia kluczowe:** *warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego, spółka akcyjna, prawo poboru, prawo do objęcia akcji, papiery wartościowe, obligacje zamienne, obligacje z prawem pierwszeństwa, warranty subskrypcyjne*

# Artykuły

*Tomasz Wiącek*

## CHARAKTER ORAZ TREŚĆ PRAWA DO OBJĘCIA AKCJI W WARUNKOWO PODWYŻSZONYM KAPITALE ZAKŁADOWYM

Artykuł koncentruje się na tematyce warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w spółce akcyjnej. Opisując prawo do objęcia akcji w kapitale warunkowo podwyższonym, autor poświęca uwagę instytucji prawa poboru, odnośnie do którego przedstawia swoją koncepcję prawa poboru jako jednego z wielu przypadków praw pierwszeństwa w polskim prawie cywilnym. Szczegółowo opisane zostają różne przypadki praw do objęcia akcji przyznawanego w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Autor przedstawia również i argumentuje za słuszością wyrażanej w literaturze tezy, zgodnie z którą prawo do objęcia akcji w kapitale warunkowo podwyższonym stawia uprawnionego w pozycji oblata, któremu spółka złożyła uprzednio ofertę zawarcia umowy objęcia akcji.

Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego jest instytucją wprowadzoną przepisami Kodeksu spółek handlowych<sup>1</sup>, wcześniej nieobecną w polskim systemie prawnym<sup>2</sup>. Instytucja ta umożliwiła spółkom akcyjnym efektywne pozyskiwanie środków poprzez emisję obligacji zamiennych, obligacji z prawem pierwszeństwa i warrantów subskrypcyjnych, a także tworzenie programów

<sup>1</sup> Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2020 r. poz. 1526 ze zm.), dalej k.s.h.

<sup>2</sup> S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, t. 3, Legalis/el., komentarz do art. 448, nt 1.

akcjonariatu pracowniczego oraz programów motywacyjnych dla kadry menedżerskiej<sup>3</sup>.

Pod rządami Kodeksu handlowego<sup>4</sup> praktyka obrotu pokazała, że zwykle podwyższenie kapitału zakładowego nie jest odpowiednie dla pozyskiwania przez spółkę środków poprzez emisję papierów wartościowych zamiennych. Po wykonaniu prawa zamiany papieru wartościowego na akcje każdorazowo musiała być podejmowana uchwała podwyższająca kapitał zakładowy, wymagająca również rejestracji. Te ryzyka prawne obniżały atrakcyjność obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa<sup>5</sup>. Praktyka obrotu wymusiła więc na ustawodawcach państw rozwiniętych stworzenie instytucji prawnych, które umożliwiłyby efektywne korzystanie z papierów wartościowych zamiennych, łączących w sobie zalety finansowania długiem i kapitałem. Przykładem tej tendencji jest przyjęcie do polskiego porządku prawnego instytucji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego.

Artykuł przedstawia problematykę prawa do objęcia akcji przyznawanego w ramach warunkowego podwyższenia kapitału. Opisując prawo do objęcia akcji w kapitale warunkowo podwyższonym, autor poświęca uwagę instytucji prawa poboru, odnośnie do którego przedstawia swoją koncepcję prawa poboru jako jednego z wielu przypadków praw pierwszeństwa w polskim prawie cywilnym. Szczegółowo opisane zostają różne przypadki prawa do objęcia akcji przyznawanego w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Autor przedstawia również i argumentuje za słusznością wyrażanej w literaturze tezy, zgodnie z którą prawo do objęcia akcji w kapitale warunkowo podwyższonym stawia uprawnionego w pozycji obłata, któremu spółka złożyła uprzednio ofertę zawarcia umowy objęcia akcji.

## OBJĘCIE AKCJI

Pojęcie objęcia akcji nie jest przez Kodeks spółek handlowych definiowane. Artykuł 431 § 2 k.s.h. mówi o możliwych trybach objęcia nowych akcji i definiuje tryby subskrypcji otwartej, prywatnej i zamkniętej. Wskazuje to wyraźnie, że pojęcie objęcia akcji wiąże się z emisją nowych akcji. W piśmiennictwie wskazuje, że pojęcie objęcia akcji należy odczytywać jako oświadczenie woli subskrybenta akcji nowej emisji. Natomiast czym innym od objęcia akcji jest skutek tego oświadczenia woli, tj. pierwotne i konstytutywne nabycie praw inkorporowanych w akcji. Skutek ten zachodzi wraz z chwilą rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, komentarz do art. 448, nt 1.

<sup>4</sup> Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z 27.06.1934 r. – Kodeks handlowy (Dz.U. 1934 nr 57 poz. 502 ze zm.).

<sup>5</sup> M. Romanowski, *Kapitał docelowy i warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego* (w:) *System prawa prywatnego*, red. Z. Radwański, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2010, Legalis/el., nt 102.

<sup>6</sup> T. Sójka, *Umowa objęcia akcji*, Warszawa 2012, LEX/el., rozdział 2, pkt 1.

Objęcie akcji odnosi się do różnych znaczeń pojęcia akcji. Po pierwsze, składając oświadczenie o objęciu akcji, jego autor odnosi się do udziałowego prawa podmiotowego. Po drugie, obejmuje on papier wartościowy akcji. Wreszcie po trzecie, swoim oświadczeniem woli obejmujący akcję obejmuje oznaczony ułamek kapitału zakładowego spółki<sup>7</sup>.

## PROBLEMATYKA PRAWA POBORU

Kolejnym istotnym zagadnieniem zaliczanym do problematyki podwyższenia kapitału zakładowego w spółce akcyjnej jest prawo poboru. Artykuł 433 § 1 k.s.h. przyznaje akcjonariuszom wskazane prawo, definiując je jako prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji. Analiza pojęcia prawa poboru będzie pomocna dla właściwego zrozumienia prawa do objęcia akcji. Z kolei aby właściwie pojąć istotę instytucji prawa poboru, należy na wstępie zarysować problematykę instytucji pierwszeństwa w ogólności.

## RODZAJE PRAW PIERWSZEŃSTWA W POLSKIM PRAWIE CYWILNYM

Instytucję pierwszeństwa nabycia opisuje się w kontekście prawa pierwokupu<sup>8</sup>, jako zbliżoną do tego ostatniego konstrukcję prawną. Definiując prawo pierwszeństwa, w literaturze wskazuje się, że pierwszeństwo nabycia jest szczególną sytuacją prawną, którą kreuje istnienie przesłanek określonych normatywnie<sup>9</sup>. Chociaż charakter prawny pierwszeństwa nie jest jasny i dominuje pogląd, że jest to zakaz dysponowania jego przedmiotem z naruszeniem go oraz nie jest ono oparte na konstrukcji prawa podmiotowego, nie jest błędem opisywanie pierwszeństwa jako uprawnienia, odpowiada mu bowiem zawsze obowiązek, którego naruszenie zagrożone jest sankcją cywilnoprawną. Sankcją tą jest odpowiedzialność gospodarcza naruszającego pierwszeństwo<sup>10</sup>.

Jako przykłady prawa pierwszeństwa podaje się<sup>11</sup>:

- 1) wynikające z art. 34 ustawy o gospodarce nieruchomościami<sup>12</sup> pierwszeństwo w nabyciu nieruchomości na wypadek ich zbywania dla osób, którym przysługuje stosowne roszczenie, wywłaszczonym przed 5.12.1990 r. właścicielom nieruchomości oraz najemcom lokali mieszkalnych w przypadku najmu na czas nieoznaczony;
- 2) mające swoje źródło w art. 29 ustawy o gospodarowaniu nieruchomościami-

<sup>7</sup> T. Sójka, *Umowa...*, Rozdział 2, pkt 1.

<sup>8</sup> M. Safjan (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, Warszawa 2018, t. 2, Legalis/el., komentarz do art. 599, nt 7.

<sup>9</sup> M. Safjan (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 599, nt 7.

<sup>10</sup> M. Safjan (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 599, nt 7.

<sup>11</sup> M. Safjan (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 599, nt 7.

<sup>12</sup> Ustawa z 21.08.1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. z 2020 r. poz. 1990 ze zm.).

mi rolnymi Skarbu Państwa<sup>13</sup> pierwszeństwo nabycia nieruchomości rolnej Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa dla spółdzielni produkcji rolnej, dzierżawcy oraz zarządcy specjalnej strefy ekonomicznej, po spełnieniu ustawowych przesłanek;

- 3) uprawnienia wspólników spółki z o.o. oraz akcjonariuszy spółki akcyjnej odnośnie do odpowiednio nowych udziałów i nowych akcji emitowanych w ramach podwyższenia kapitału zakładowego (art. 258 oraz art. 433 k.s.h.).

## PRAWO POBORU NOWYCH AKCJI

Przewidziane przez art. 433 § 1 k.s.h. prawo poboru, tj. prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji, należy do szerszej kategorii praw pierwszeństwa. Opisując prawo poboru, wskazuje się, że przysługuje ono każdemu akcjonariuszowi. Jest to prawo o charakterze korporacyjnym. Jego walor ochronny przejawia się w tym, że dzięki niemu w przypadku emisji nowych akcji akcjonariusze mogą utrzymać dotychczasowe proporcje swoich udziałów w kapitale zakładowym<sup>14</sup>. Podobnie jak w przypadku innych praw akcyjnych, można wyróżnić prawo poboru *in abstracto*, będące prawem pierwszeństwa objęcia akcji emisji przyszłych, oraz prawo poboru *in concreto*, które dotyczy oznaczonej i uchwalonej nowej emisji akcji. Pierwsze nie może stanowić przedmiotu obrotu, drugie natomiast z chwilą powstania staje się uprawnieniem oddzielnym od akcji i jest zbywalne<sup>15</sup>. W piśmiennictwie przyjęto również, że omawiane prawo ma charakter warunkowy, ponieważ istnieje możliwość wyłączenia go uchwałą walnego zgromadzenia (art. 433 § 2 k.s.h.)<sup>16</sup>. Zgodnie z art. 431 § 2 uchwała podwyższająca kapitał zakładowy powinna określać, o ile akcjonariuszom prawo poboru przysługuje w stosunku do uchwalanego podwyższenia choćby w części, dzień prawa poboru. Jest to dzień, według którego określa się akcjonariuszy, którym przysługuje prawo poboru nowych akcji.

Prawo wynikające z art. 433 § 1 k.s.h. bywa określane prawem poboru *ex lege*, dla odróżnienia go od uprawnień związanych z obejmowaniem akcji wynikających ze stosunków obligacyjnych<sup>17</sup>. Podkreślenia wymaga, że prawo poboru dotyczy objęcia nowych akcji. W konsekwencji przepisy o prawie poboru nie znajdują zastosowania, gdy kapitał zakładowy podwyższany jest ze środków

<sup>13</sup> Ustawa z 19.10.1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa (Dz.U. z 2022 r. poz. 514).

<sup>14</sup> I. Mika, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2020, Legalis/el., komentarz do art. 433, nt 1.

<sup>15</sup> M. Goszczyk (w:): *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. A. Opalski, Warszawa 2016, t. 3B, Legalis/el., komentarz do art. 433, nt 3.

<sup>16</sup> J. Frąckowiak (w:): *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. W. Pyziół, Warszawa 2008, LEX/el., komentarz do art. 433, nt 3.

<sup>17</sup> P. Chyliński, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego*, Warszawa 2018, Legalis/el., rozdział VI, § 4 pkt I.

spółki. To samo odnosi się do czynności wydawania akcji w wyniku łączenia lub podziału spółek<sup>18</sup>.

## PRAWO POBORU JAKO ROSZCZENIE O ZAWARCIE UMOWY OBJĘCIA AKCJI

W doktrynie prawa handlowego toczy się dyskusja co do treści prawa poboru, tzn. jakie uprawnienia z jego tytułu przysługują akcjonariuszom. Część autorów wskazuje, że prawo poboru daje możliwość wystąpienia z roszczeniem do spółki o zawarcie umowy objęcia akcji, odnośnie do których istnieje już prawo poboru *in concreto*<sup>19</sup>. Wyrażony został pogląd, że „uprawnienia z prawa poboru stanowią prawa podmiotowe, z których wynikają roszczenia wobec spółki o przydział akcji i zawarcie umowy subskrypcyjnej”<sup>20</sup>. Prawo poboru bywa nawet określane jako zbieżne treściowo z prawem do objęcia akcji w kapitale warunkowym. W takim ujęciu na żądanie podmiotu prawa poboru *in concreto* spółka zobowiązana jest do wydania stosownej liczby akcji<sup>21</sup>.

## PRAWO POBORU JAKO PRAWO PIERWSZEŃSTWA

Należy zwrócić uwagę, że ujęcie prawa poboru jako roszczenia o wydanie akcji całkowicie ignoruje użyte przez ustawodawcę w definicji tej instytucji pojęcie prawa pierwszeństwa. Jak to już zostało wyżej wskazane, jest to zbiorcza kategoria określająca sytuacje prawne, w których od zajścia ustawowo określonych przesłanek zależy możliwość nabycia przez oznaczone podmioty rzeczy (lub innych przedmiotów), które uprawniony do nich zamierza zbyć<sup>22</sup>. W żadnym wypadku nie można przy ustalaniu treści prawa poboru pomijać ustaleń nauki prawa cywilnego odnośnie do tej instytucji.

W tym miejscu należy zasygnalizować pewien problem o bardziej ogólnej naturze. Na gruncie Kodeksu handlowego w jego pierwotnym brzmieniu w polskim porządku prawnym obowiązywała dualistyczna koncepcja prawa prywatnego. Przepisy prawa cywilnego miały znaczenie jedynie uzupełniające wobec przepisów prawa handlowego<sup>23</sup>. Z tego powodu przedstawiciele nauki prawa

<sup>18</sup> M. Goszczyk, *Zmiany statutu i kapitału w spółce akcyjnej. Art. 430–458 k.s.h. Komentarz*, Warszawa 2009, Legalis/el., komentarz do art. 433 nt 9.

<sup>19</sup> A. Opalski, *Zmiana statutu i podwyższenie kapitału zakładowego (w:) System prawa prywatnego*, red. Z. Radwański, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2016, Legalis/el., nt 34; A. Radwan opisuje ustawowe prawo poboru jako uprawnienie do objęcia akcji, zob. A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2002, s. 166.

<sup>20</sup> M. Mataczyński, S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, t. 3, Legalis/el., komentarz do art. 433, nt 6.

<sup>21</sup> M. Romanowski, *Kapitał...*, Legalis/el., nt 256.

<sup>22</sup> M. Safjan (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 599, nt 7.

<sup>23</sup> S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2012, t. 1, Legalis/el., komentarz do art. 2, nt 1.

handlowego mieli pewną dowolność w interpretacji składających się na tę gałąź prawa instytucji.

Jednak zmiany przepisów związane z wejściem w życie Kodeksu cywilnego<sup>24</sup> spowodowały m.in. wprowadzenie zasady jedności prawa cywilnego. Obecnie Kodeks spółek handlowych w art. 2 potwierdza obowiązywanie tej zasady<sup>25</sup>. Do stosunków z zakresu prawa handlowego przepisy Kodeksu cywilnego stosuje się wprost, a jeżeli wymaga tego właściwość (natura) stosunku prawnego spółki handlowej – odpowiednio. Za konsekwencję przyjęcia tej zasady należy uznać dużo większy wpływ ustaleń nauki prawa cywilnego na naukę prawa handlowego, niż to miało miejsce w czasach obowiązywania Kodeksu handlowego (w jego pierwotnej wersji, przed wejściem w życie Kodeksu cywilnego). Dlatego też należy podchodzić ostrożnie do przenoszenia poglądów wyrażanych na temat instytucji prawa handlowego w czasach koncepcji dualizmu prawa prywatnego na te same instytucje w dobie obowiązywania zasady jedności prawa cywilnego.

Wracając do głównego toku rozważań, należy podkreślić, że charakter omawianego prawa jako rodzaju prawa pierwszeństwa jest uwzględniany przez część autorów. Zasługuje to na aprobatę. Maciej Goszczyk wskazuje, że prawa pierwszeństwa nie można utożsamiać z prawem objęcia akcji<sup>26</sup>. Autor stawia tezę, że mający swe źródło w art. 434 § 1 k.s.h. obowiązek dokonania ogłoszenia o możliwości skorzystania przez akcjonariuszy z prawa poboru nowych akcji jest powinnością zarządu wobec spółki, nie zaś spółki wobec akcjonariusza. W konsekwencji nie stanowi naruszenia prawa poboru brak przeprowadzenia subskrypcji, co do której prawo to akcjonariuszom przysługuje. Nie będzie takim naruszeniem również uchylene uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego<sup>27</sup>. Podobnie T. Sójka wskazuje, że nie można omawianego prawa uznać za służące akcjonariuszowi roszczenie o zawarcie umowy objęcia akcji<sup>28</sup>.

Tomasz Sójka stwierdza, że prawo poboru w istocie jest roszczeniem wobec spółki, jednak ma nietypową treść. Akcjonariusz może mianowicie żądać pierwszeństwa przy zawieraniu umowy objęcia akcji, w przypadku gdy spółka wyrazi wolę zawarcia takiej umowy. Uprawniony z prawa poboru ma roszczenie o ukształtowanie procedury zawarcia umowy objęcia akcji w taki sposób, by uwzględniała ona jego prawo pierwszeństwa<sup>29</sup>. Oznacza to, że wobec braku wyłączenia prawa poboru akcjonariusz może domagać się zawarcia umów objęcia akcji nowej emisji w trybie subskrypcji zamkniętej. Zawarcie przez spółkę umów objęcia akcji pomimo wytoczenia roszczenia przez akcjonariusza<sup>30</sup> po-

<sup>24</sup> Ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2020 r. poz. 1740 ze zm.), dalej k.c.

<sup>25</sup> S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, komentarz do art. 2, nt 4.

<sup>26</sup> M. Goszczyk (w:) *Kodeks...*, red. A. Opalski, komentarz do art. 433, nb 7.

<sup>27</sup> M. Goszczyk (w:) *Kodeks...*, red. A. Opalski, komentarz do art. 433, nb 7.

<sup>28</sup> T. Sójka, *Umowa...*, rozdział 4, pkt 1.2.

<sup>29</sup> T. Sójka, *Umowa...*, rozdział 4, pkt 1.2. Pogląd ten w całości podziela P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział 6, § 2.

<sup>30</sup> Wydaje się zatem, że zdaniem T. Sójki brak wystąpienia przynajmniej jednego akcjonariusza

woduje nieważność umów objęcia akcji. Maciej Goszczyk w tym kontekście wskazuje, że sąd rejestrowy może w takim wypadku oddalić wnioski o wpis uchwały podwyższeniowej. Co więcej, uprawniony, którego prawo poboru zostało naruszone, może przystąpić do postępowania rejestrowego oraz dokonywać czynności procesowe skierowane na oddalenie wniosku na podstawie art. 560 k.p.c.<sup>31</sup> Jeżeli nieważność umów objęcia akcji z naruszeniem prawa poboru zostanie sanowana poprzez rejestrację uchwały podwyższeniowej, akcjonariuszowi przysługuje roszczenie odszkodowawcze przeciwko spółce, zgodnie z reżimem odpowiedzialności *ex contractu*<sup>32</sup>.

Maciej Goszczyk stwierdza dalej, że uprawnieniem wynikającym z prawa poboru jest służące akcjonariuszowi przeciwko spółce roszczenie o zaniechanie czynności zmierzających do emisji akcji bez poszanowania prawa pierwszeństwa. Możliwość jego wytoczenia zaistniałaby w przypadku przeprowadzenia przez spółkę procedury objęcia nowych akcji w drodze subskrypcji otwartej lub prywatnej<sup>33</sup>. Z kolei w przypadku przeprowadzenia i zamknięcia subskrypcji zamkniętej uprawniony z tytułu prawa poboru może żądać przestrzegania zasad przydziału. Dla przykładu, roszczenie to zabezpiecza uprawnionych przed przydziałem akcji osobom, którym prawo poboru nie przysługuje. Egzekucja przedstawionych roszczeń w praktyce może okazać się problematyczna, dlatego też istotnym uprawnieniem służącym akcjonariuszom wobec spółki jest roszczenie o naprawienie szkody w ramach wynikającej z art. 471 k.c. odpowiedzialności kontraktowej<sup>34</sup>.

## NORMATYWNA TREŚĆ PRAWA POBORU

O ile opisywanie prawa poboru jako prawo pierwszeństwa zasługuje na pełną aprobatę, o tyle niektóre konsekwencje takiej jego klasyfikacji przyjęte przez wskazanych autorów budzą wątpliwości. Wskazują oni, że akcjonariuszom (a wobec zbywalności prawa poboru *in concreto* także innym uprawnionym) służą roszczenia: o przeprowadzenie subskrypcji zamkniętej, o zaniechanie naruszeń prawa poboru, a także o przestrzeganie zasad przydziału akcji w ramach subskrypcji zamkniętej.

Analizując słuszność wyróżniania takich uprawnień składających się na prawo poboru, należy rozważyć stosowne przepisy Kodeksu spółek handlowych. Artykuł 434 § 1 określa konieczną treść ogłoszenia oferującego akcje nowej emisji, co do których akcjonariuszom służy prawo poboru<sup>35</sup>. Powinno ono zawierać informacje

---

z roszczeniem wobec spółki sprawia, że nie jest ona zobowiązana uwzględnić pierwszeństwo akcjonariuszy do objęcia akcji.

<sup>31</sup> M. Goszczyk (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 433, nb 9.

<sup>32</sup> T. Sójka, *Umowa...*, rozdział 4, pkt 1.2.

<sup>33</sup> M. Goszczyk (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 433, nb 8.

<sup>34</sup> M. Goszczyk (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 433, nb 8.

<sup>35</sup> Jeśli wszystkie dotychczasowe akcje spółki są imienne, o treści ogłoszenia zarząd może poinformować akcjonariuszy listami poleconymi (art. 434 § 3 k.s.h.).

o uchwalonym podwyższeniu kapitału zakładowego oraz składających się na jego sumę nowych akcjach, w tym ich cenę oraz zasady przydziału. Odnośnie do prawa poboru istotne jest to, że w ogłoszeniu muszą się znaleźć informacje o liczbie, rodzaju i wartości nominalnej akcji podlegających prawu poboru<sup>36</sup>, zasady przydziału akcji dotychczasowym akcjonariuszom (tj. tym, którym przysługuje prawo poboru), skutki niewykonania prawa poboru, termin wykonania prawa poboru. Zgodnie z art. 435 § 1 k.s.h., jeśli w pierwszym wyznaczonym przez spółkę terminie na wykonanie prawa poboru nie wszyscy akcjonariusze je wykonają, zarząd wyznacza termin drugi, z innymi zasadami przydziału akcji<sup>37</sup>.

Ustawa nakłada więc na spółkę<sup>38</sup> obowiązek zaferowania<sup>39</sup> akcjonariuszom akcji, co do których służy im prawo poboru. Prawo poboru wykonuje się poprzez dokonanie zapisu na akcje<sup>40</sup> na formularzu przygotowanym przez spółkę zgodnie z art. 437 § 1 k.s.h.

Wydaje się zatem, że prawo poboru *in concreto* można zdefiniować jako prawo do złożenia zapisu na proporcjonalną do liczby akcji posiadanych liczbę akcji nowej emisji z pominięciem wszystkich pozostałych chętnych do ich objęcia, w określonym przez spółkę terminie, w odpowiedzi na ogłoszenie<sup>41</sup> oferujące akcje nowej emisji (z zastrzeżeniem art. 435 § 3 k.s.h. oraz art. 436 § 4 k.s.h.). Uprawniony z tytułu prawa poboru nie może złożyć zapisu na akcje, jeśli spółka nie wystąpi z ogłoszeniem lub inną formą ofertową. Nie może on też występować z roszczeniem o ogłoszenie. Prawu poboru odpowiada pozytywny obowiązek spółki zaferowania akcji nowej emisji w pierwszej kolejności akcjonariuszom, tj. wskazanie terminu bądź terminów na złożenie zapisu wraz z określeniem warunków objęcia akcji. Na spółce ciąży tym samym negatywny obowiązek nieoferowania akcji nowej emisji, co do których akcjonariuszom służy prawo poboru, żadnym innym podmiotom.

Jako konkluzję powyższych rozważań należy postawić tezę, że prawidłowa rekonstrukcja norm wynikających z przepisów art. 433–436 k.s.h. nie pozwala na uznanie prawa poboru za roszczenie. Brak jest podstaw do formułowania roszczeń o przeprowadzenie subskrypcji zamkniętej, o zaniechanie naruszeń prawa poboru czy też o przestrzeganie zasad przydziału akcji w ramach subskrypcji zamkniętej.

<sup>36</sup> Tylko podlegających prawu poboru, ponieważ prawo to mogło zostać częściowo wyłączone.

<sup>37</sup> Nie odnosi się to do akcji oferowanych w ramach oferty publicznej (art. 436 § 1 k.s.h.).

<sup>38</sup> Twierdzenie, jakoby obowiązek przeprowadzenia subskrypcji zamkniętej ciążył na zarządzie wobec spółki, nie zaś na spółce wobec akcjonariuszy, nie wydaje się uzasadnione.

<sup>39</sup> W drodze ogłoszenia (art. 434 § 1 k.s.h.), listów poleconych (art. 434 § 3 k.s.h.) bądź informacji zawartej w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym (art. 436 § 1 k.s.h.). Należy zwrócić uwagę, że użyte w art. 434 § 1 k.s.h. określenie „oferować” może oznaczać złożenie oferty lub też zaproszenie do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego – por. T. Sójka, *Umowa...*, nt 35.

<sup>40</sup> *Verba legis* „Akcjonariusze, którym służy prawo poboru akcji, o których mowa w § 1, mogą w terminie jego wykonania dokonać jednocześnie dodatkowego zapisu na akcje”. Skoro mowa o zapisie dodatkowym obok wykonania prawa poboru, wykonanie to należy uznać za zapis na akcje.

<sup>41</sup> Lub listy polecane, informacje zawarte w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym.



Aby wywodzić z przepisów prawnych określone uprawnienia, czy też prawa podmiotowe, niezbędna jest ku temu podstawa. Wspomniane przepisy jej nie dostarczają. Należy zwrócić tutaj uwagę zwłaszcza na charakterystykę roszczenia o zaniechanie. Jako przykłady tego uprawnienia można wskazać roszczenie negatoryjne służące właścicielowi rzeczy (art. 222 § 2 k.c.), roszczenie o zaniechanie działań zagrażających dobrom osobistym, które ustawa przyznaje uprawnionym z bezwzględnych praw osobistych chroniących dobra osobiste (art. 24 § 1 k.c.), czy też analogiczne roszczenie przedsiębiorcy o zaniechanie działań zagrażających jego prawu do firmy (art. 43<sup>10</sup> k.c.). Nie jest natomiast typowe roszczenie o zaniechanie dla praw obligacyjnych, względnych, do których można zaliczyć prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji. Jak należy sądzić, bez wyraźnej podstawy w przepisach nie należy doszukiwać się takiego roszczenia

Taki wniosek jest tym bardziej uzasadniony, jeśli weźmie się pod uwagę kategorię wtórnych obowiązków zaniechania. Są to obowiązki dłużnika zobowiązanego do czynienia (*facere*), polegające na tym, że powinien on się powstrzymać od działań utrudniających uczynienie zadość swojemu zobowiązaniu. Nie stanowią one jednak przedmiotu zobowiązania, przez co nie mogą być także przedmiotem roszczenia<sup>42</sup>.

Odwołując się do szerszej kategorii praw pierwszeństwa, należy wskazać, że o innych jego przypadkach Sąd Najwyższy wypowiadał się wielokrotnie. Odpowiadając na pytanie prawne dotyczące pierwszeństwa nabycia nieruchomości, SN wyjaśnił, że „pierwszeństwo polega przede wszystkim na eliminacji innych podmiotów ubiegających się o tę samą rzecz. Jego konstrukcja juretyczna nie jest oparta na uprawnieniu, lecz na tkwiącym immanentnie w pierwszeństwie zakazie zadysponowania rzeczą w sposób je naruszający. Realizacja pierwszeństwa jest zatem możliwa dopiero wówczas, gdy adresat zakazu stworzy swym zachowaniem sytuację, w której zakaz staje się aktualny. Te sytuacje stanowią jednocześnie granice, w jakich uprzywilejowanie pierwszeństwem, oznaczające intencjonalne pogorszenie sytuacji prawnej jednej ze stron, znajduje uzasadnienie w przyzwoleniu ustawodawcy”<sup>43</sup>.

W piśmiennictwie natomiast wyrażane są różne poglądy na temat natury pierwszeństwa w nabyciu nieruchomości<sup>44</sup>. Uznawanie go za przypadek roszczenia należy jednak uznać za kontrowersyjne<sup>45</sup>.

<sup>42</sup> „Są to tzw. wtórne obowiązki zaniechania, które same w sobie nie stanowią przedmiotu zobowiązania i nie mogą wobec tego stać się przedmiotem skutecznego roszczenia” – Z. Radwański (w:) *System prawa cywilnego*, red. S. Grzybowski, t. 3, cz. 1, *Prawo zobowiązań: część ogólna*, Wrocław 1981, s. 80.

<sup>43</sup> Uchwała SN z 23.07.1992 r. (III CZP 62/92), OSNC 1992/12, poz. 214, LEX nr 3792; pogląd ten został zaaprobowany w innych orzeczeniach SN – zob. wyrok SN z 20.01.1997 r. (III CKN 368/97), OSNC 1998/9, poz. 143; wyrok SN z 9.07.1999 r. (III CKN 98/99), LEX nr 37926; wyrok SN z 26.07.2001 r. (II CKN 1181/00), LEX nr 2574322; uchwała SN z 21.12.2006 r. (III CZP 121/06), LEX nr 204934.

<sup>44</sup> Zob. zamiast wielu R. Michałowski, *Charakter prawny oraz konsekwencje naruszenia pierwszeństwa w nabyciu nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa*, „*Studia Iura Agraria*” 2009/7, s. 266–268.

<sup>45</sup> R. Michałowski, *Charakter prawny...*, s. 268.

Pomimo wątpliwości odnośnie do przypadków pierwszeństwa w nabyciu nieruchomości w przypadku prawa poboru za w pełni zasadne należy uznać definiowanie go poprzez pojęcie uprawnienia. Pierwszeństwo w nabyciu nieruchomości nie jest określane przez ustawodawcę jako prawo, natomiast prawo poboru miano to otrzymało. Dlatego też odnośnie do tej instytucji należy w pełni zaaprobować propozycję M. Safjana, aby prawo pierwszeństwa definiować jako rodzaj uprawnienia<sup>46</sup>.

Mając na uwadze to, co zostało już powiedziane, należy uznać pogląd, opisujący prawo poboru jako zawierające w sobie różnego rodzaju roszczenia, za nieuzasadniony. Prawo poboru jest, zgodnie z literalną wykładnią przepisów Kodeksu spółek handlowych, uprawnieniem do złożenia zapisu na akcje w odpowiedzi na ogłoszenie spółki, z wyprzedzeniem wszelkich innych zainteresowanych, przy czym liczbę akcji ustala się zgodnie z ustawowymi lub, w drugim terminie<sup>47</sup> wykonania tego prawa, określonymi uchwałą walnego zgromadzenia proporcjami.

Należy również stwierdzić, że sankcja naruszenia prawa poboru w postaci nieważności umowy objęcia akcji nie jest uzasadniona. Skoro, jak wskazują M. Goszczyk i T. Sójka, akcjonariuszom przysługuje w razie naruszenia ich prawa poboru na podstawie art. 471 k.c. roszczenie o naprawienie wynikłej z tego szkody, naruszenie to nie będzie za sobą pociągało dalej idącej sankcji nieważności czynności prawnej prowadzącej do objęcia akcji przez inne podmioty<sup>48</sup>.

Jak trafnie wskazuje M. Goszczyk, dodatkową ochronę prawną zapewnia podmiotom prawa poboru *in concreto* weryfikacja przez sąd rejestrowy wniosku o rejestrację podwyższenia. W przypadku naruszenia prawa, pomimo że nie powoduje ono nieważności umów objęcia akcji, sąd może oddalić wniosek jako naruszający przepisy prawa. Uprawniony, którego prawo poboru zostało naruszone, może przystąpić do postępowania rejestrowego na podstawie art. 560 k.p.c.<sup>49</sup> i starać się o uzyskanie takiego właśnie rozstrzygnięcia. Wydaje się, że możliwość uzyskania ochrony prawnej w postępowaniu rejestrowym oraz roszczenie odszkodowawcze przysługujące w razie naruszenia przez spółkę prawa poboru wystarczająco chronią interesy akcjonariuszy.

## POJĘCIE PRAWA DO OBJĘCIA AKCJI

Instytucję prawa do objęcia akcji regulują przepisy Kodeksu spółek handlowych dotyczące warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Na

<sup>46</sup> M. Safjan (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 599, nt 7.

<sup>47</sup> Nie odnosi się to do spółki publicznej (art. 436 k.s.h. § 1.).

<sup>48</sup> Por. M. Safjan (w:) *Kodeks...*, komentarz do art. 599, nt 7; odnośnie do pierwszeństwa nabycia nieruchomości R. Trzaskowski, *Skutki naruszenia pierwszeństwa w braku wyraźnej regulacji ustawowej*, „Palestra” 2007/7–8, s. 264; uchwała SN z 21.12.2006 r. (III CZP 121/06), LEX nr 204934.

<sup>49</sup> Ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2021 r. poz. 1805 ze zm.), dalej k.p.c.

samym wstępie przytoczyć należy podstawowe ustalenia doktryny dotyczące pojęcia prawa do objęcia akcji.

Michał Romanowski uznaje prawo to za prawo podmiotowe o normatywnej postaci roszczenia. Podmiotem prawa do objęcia akcji jest osoba, której prawo do objęcia akcji zostało przyznane przez umowę objęcia akcji w kapitale warunkowym, stosownie do postanowień uchwały podwyższeniowej. Jego wykonanie regulują wspomniane umowy i uchwała, a także przepisy Kodeksu spółek handlowych. Złożenie oświadczenia o objęciu akcji w kapitale warunkowo podwyższonym stanowi realizację roszczenia uprawnionego. Dlatego, zdaniem tego autora, nie można czynności tej uznać za złożenie oferty ani za odpowiedź na ofertę spółki<sup>50</sup>.

Maciej Goszczyk opisuje prawo do objęcia akcji jako prawo do złożenia oświadczenia o wykonaniu prawa, którego skutkiem będzie zobowiązanie spółki do wydania akcji<sup>51</sup>. Uchwała warunkowo podwyższająca kapitał zakładowy jest podejmowana w celu przyznania praw do objęcia akcji określonym podmiotom. Dlatego też prawa te powstają po dokonaniu wpisu wspomnianej uchwały. Od tej chwili można je też wykonywać. Wcześniej nie jest to możliwe, a wynika to z art. 448 § 2 k.s.h.<sup>52</sup>

Biorąc pod uwagę powyższe stwierdzenia, należy wskazać, że prawo do objęcia akcji to wynikające z jednego z trzech typów papierów wartościowych bądź z przyznającej je umowy (art. 448 k.s.h.) uprawnienie do złożenia oświadczenia skutkującego zobowiązaniem spółki do wydania akcji. Jest to definicja wstępna, która zostanie uzupełniona w oparciu o ustalenia zawarte w dalszej części opracowania.

## PRYZNANIE PRAWA DO OBJĘCIA AKCJI

Po sformułowaniu wstępnej definicji prawa do objęcia akcji należy zadać pytanie o moment, w którym prawo to powstaje i w jaki sposób dochodzi do jego nabycia przez potencjalnych uprawnionych wymienionych w art. 448 § 2 k.s.h. Chociaż ustawa określa cel uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego jako przyznanie praw do objęcia akcji, nie można powiedzieć, by jedynie ta czynność prawna była ku temu wystarczająca<sup>53</sup>. Uchwała walnego zgromadzenia, pomimo jej spornego charakteru prawnego, z całą pewnością nie jest czynnością prawną, której stroną są uprawnieni do objęcia akcji w kapitale warunkowym. Prawo do objęcia akcji jest inkorporowane w obligacjach

<sup>50</sup> M. Romanowski, *Kapitał...*, nt 255.

<sup>51</sup> M. Goszczyk, *Zmiany...*, komentarz do art. 448, nt 11.

<sup>52</sup> M. Goszczyk, *Zmiany...*, komentarz do art. 448, nt 10. Tak również M. Romanowski, *Kapitał...*, nt 260. Odmiennie S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja., *Komentarz...*, komentarz do art. 451, nt 4, aczkolwiek autorzy ci zalecają obejmowanie akcji w warunkowo podwyższonym kapitale dopiero po rejestracji uchwały.

<sup>53</sup> M. Goszczyk, *Kodeks...*, komentarz do art. 448, nt 5.

zamiennych i z prawem pierwszeństwa, a także warrantach subskrypcyjnych. Dla jego kreacji konieczna jest emisja właściwych papierów wartościowych. W celu przyznania praw do objęcia akcji osobom wskazanym w art. 448 § 2 pkt 2 k.s.h. konieczne jest zawarcie stosownej umowy<sup>54</sup>. Aby właściwie opisać instytucję prawa do objęcia akcji, należy wobec tego poświęcić nieco uwagi czynnościom prawnym uchwał o emisji wspomnianych papierów wartościowych, procesowi ich emisji, a także umowie spółki z osobami wymienionymi w art. 448 § 2 pkt 2 k.s.h.

## UCHWAŁA O EMISJI OBLIGACJI ZAMIENNYCH – EMISJA I OBJĘCIE OBLIGACJI

Zgodnie z art. 19 ust. 2 ustawy o obligacjach<sup>55</sup> spółka może, o ile jej statut tak stanowi, emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane „obligacjami zamiennymi”. Natomiast zgodnie z art. 4 ust. 2 u.o. obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Tak więc obligacja zamienna jest to typ papieru wartościowego, który inkorporuje wiarygodność wobec spółki oraz prawo zamiany. Odnośnie do tego ostatniego uprawnienia obligatariusza obligacji zamiennej podzielić należy pogląd, że jest to jedno z dwóch niezależnych od siebie praw. Jest to prawo kształtujące, które umożliwia obligatariuszowi objęcie akcji w zamian za świadczenie polegające na umorzeniu długu spółki-emitenta wobec niego<sup>56</sup>. Jest to zatem prawo do objęcia akcji w kapitale warunkowo podwyższonym.

Aby spółka akcyjna mogła dokonać emisji obligacji zamiennych, walne zgromadzenie akcjonariuszy powinno podjąć szereg uchwał. Po pierwsze, będzie to uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego. Uchwała ta powinna spełniać wymogi art. 449 § 1 k.s.h. Następnie konieczna jest również uchwała o emisji obligacji zamiennych. Zgodnie z art. 415 § 1 k.s.h. zapada ona większością 3/4 głosów. Wymogi co do jej treści określa art. 19 ust. 4 u.o. Należą do nich: wskazanie zakresu przyznawanego prawa do objęcia akcji oraz zakres przyznawanego prawa oraz warunki jego realizacji, w tym rodzaj akcji przyznawanych<sup>57</sup> w zamian za obligacje; sposób przeliczenia obligacji na akcje; maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany

<sup>54</sup> M. Goszczyk, *Kodeks...*, komentarz do art. 448, nt 5.

<sup>55</sup> Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2020 r. poz. 1208 ze zm.), dalej u.o.

<sup>56</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 3, pkt 3.

<sup>57</sup> Zgodnie z brzmieniem tego przepisu ustalonym ustawą z 30.08.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 1798 ze zm.). Nowelizacja ta, wprowadzając obowiązkową dematerializację akcji, zastąpiła pojęcie wydania akcji pojęciem ich przyznania. Należy zwrócić uwagę na zamęt terminologiczny, jaki to za sobą niesie – przepisy o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego mówią bowiem o przyznaniu p r a w do objęcia akcji. Obecnie mamy zatem do czynienia z przyznaniem praw, jak i przyzna-

obligacji na akcje. Ponadto walne zgromadzenie powinno podjąć uchwałę o włączeniu prawa poboru akcjonariuszy (art. 21 u.o. oraz art. 433 § 6 k.s.h.).

W literaturze wskazuje się, że wszystkie wymienione uchwały powinny być ze sobą ściśle powiązane. Występuje pomiędzy nimi istotny związek funkcjonalny<sup>58</sup>. Wysuwane są również postulaty *de lege ferenda*, aby warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego i emisję obligacji uregulować wspólnie, a co za tym idzie – aby w ich przedmiocie podejmowana była jedna uchwała<sup>59</sup>.

Aby powstały prawa do objęcia akcji, niezbędne jest nie tylko podjęcie przez walne zgromadzenie szeregu uchwał. Konieczne jest również dokonanie emisji obligacji. Następuje to zgodnie z zasadami określonymi przez art. 32–45 (rozdział 4) u.o. Emisja może nastąpić w trybie oferty publicznej papierów wartościowych<sup>60</sup> albo poprzez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób<sup>61</sup>. Prospekt emisyjny bądź memorandum informacyjne w przypadku oferty publicznej oraz propozycja nabycia obligacji w przypadku oferty niepublicznej mogą stanowić ofertę (art. 66 § 1 k.c.) lub zaproszenie do składania ofert (art. 71 k.c.)<sup>62</sup>. Zainteresowani objęciem<sup>63</sup> obligacji składają wobec emitenta oświadczenie woli w postaci zapisu na obligację, jeśli emisja jest prowadzona w trybie oferty publicznej, bądź oświadczenie o przyjęciu propozycji nabycia obligacji, jeśli emitent zdecydował się na tryb oferty niepublicznej (art. 42 u.o.). W zależności od charakteru prawnego prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego bądź propozycji nabycia obligacji wskazane oświadczenie woli zainteresowanego objęciem obligacji stanowić może przyjęcie oferty lub ofertę w rozumieniu Kodeksu cywilnego.

---

nium akcji. Wydaje się, że racjonalne byłoby pozostanie przy określeniu wydania akcji, zredefiniowanym zgodnie z ideą ich dematerializacji.

<sup>58</sup> M. Romanowski, *Kapitał...*, nt 222.

<sup>59</sup> M. Romanowski, *Kapitał...*, nt 223.

<sup>60</sup> O ofercie publicznej papierów wartościowych mowa w art. 2 lit. d rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168, s. 12), dalej rozporządzenie 2017/1129.

<sup>61</sup> W piśmiennictwie wskazuje się jednak, że „z uwagi na art. 2 lit. d) rozporządzenia 2017/1129 oraz nowelizację (zmianę) art. 33 pkt 1 u.o. emisje obligacji dokonywane będą w znakomitej większości przypadków w trybie «publicznym»” – J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Regulacyjny i Antymonopolowy” 2019/7, s. 24. Jest to spowodowane tym, że „w obecnym reżimie praktycznie każdy przekaz informacyjny, który wskazuje emitenta i oferowane obligacje, a kierowany jest do co najmniej dwóch osób, stanowi «ofertę publiczną papierów wartościowych»” – J. Szewczyk, *O dostępnych...*, s. 23; „Na gruncie rozporządzenia 2017/1129 utraciła znaczenie dychozomia: oferta publiczna (*public offering*) vs. oferta prywatna (*private offering*). Mamy natomiast istotne rozróżnienie na: ofertę publiczną papierów wartościowych (*offer of securities to the public*) oraz ofertę publiczną bez obowiązku publikacji prospektu” – J. Szewczyk, *O dostępnych...*, s. 24.

<sup>62</sup> A. Stokłosa, S. Syp, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2012, LEX/el., komentarz do art. 35, nt 10.

<sup>63</sup> Wbrew brzmieniu ustawy należy mówić w tym przypadku o objęciu obligacji, ponieważ jest ono pierwotne. Por. A. Stokłosa, S. Syp, *Ustawa...*, komentarz do art. 42, nt 2.

Niezależnie od trybu oferowania obligacji emitent informuje o swojej kondycji finansowej oraz warunkach emisji (art. 6 ust. 1 rozporządzenia 2017/1129, art. 35 ust. 1 u.o.). Warunki emisji to niezwykle istotny dokument, stanowiący jedną z podstaw stosunku pomiędzy emitentem a obligatariuszem. Niezbędną treść warunków emisji określa art. 6 ust. 1 u.o. Dokument ten powinien zawierać m.in. informacje o rodzaju obligacji, wskazanie decyzji emitenta o emisji, wartość nominalną i maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia, a także opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji.

Według dominującej w piśmiennictwie teorii umownej powstania papieru wartościowego do powstania papieru, a także inkorporujących go praw, niezbędne jest zawarcie umowy pomiędzy emitentem a osobą trzecią oraz wydanie jej papieru wartościowego przez emitenta<sup>64</sup>. Dlatego też kolejnym krokiem do zakończenia procesu emisji obligacji jest zawarcie umów o ich objęciu przez emitenta z osobami zainteresowanymi<sup>65</sup>. W zależności od charakteru prawnego prospektu emisyjnego bądź memorandum informacyjnego albo propozycji nabycia obligacji dochodzi do jej zawarcia bądź w momencie dojścia do emitenta oświadczenia woli<sup>66</sup> podmiotu zainteresowanego objęciem obligacji w taki sposób, że mógł się on z nim zapoznać (art. 61 k.c.), bądź dojścia do tego podmiotu oświadczenia emitenta akceptującego oświadczenie zainteresowanego.

Na podstawie powyższych rozważań można stwierdzić, że szczegółowa treść prawa do objęcia akcji wynikającego z obligacji zamiennej określana jest nie w uchwale o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego, a w uchwale o emisji obligacji. Dopiero ta uchwała określa rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje, a także sposób przeliczenia obligacji na akcje (art. 19 ust. 4 pkt 1 i 2 u.o.). Jednak wiążące dla emitenta oraz osoby obejmującej obligacje są postanowienia warunków emisji, dokumentu ofertowego (które powinny być zgodne z uchwałą emisyjną, mogą ją też precyzować) oraz oświadczenia wyrażającego wolę objęcia obligacji. To te oświadczenia określają treść umowy objęcia obligacji, a zatem również praw w niej inkorporowanych. Przyznanie prawa do objęcia akcji zachodzi na mocy umowy objęcia obligacji z chwilą wydania obligacji. Należy przy tym zwrócić uwagę, że na mocy jednej z ostatnich nowelizacji ustawy o obligacjach<sup>67</sup> obligacje emitować można jedynie w formie zdematerializowanej, jako zapis na rachunku papierów wartościowych, po uprzedniej rejestracji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW). Zatem

<sup>64</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 2; taką teorię powstania papieru wartościowego M. Romanowski określa jako kwalifikowaną teorię umowną – por. M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych (w:) System prawa prywatnego*, red. Z. Radwański, t. 18, *Prawo spółek kapitałowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2010, s. 72–73.

<sup>65</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 2.

<sup>66</sup> W zależności od trybu oferowania papierów wartościowych będzie to zapis na obligacje bądź przyjęcie propozycji nabycia.

<sup>67</sup> Na mocy ustawy z 9.11.2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2018 r. poz. 2243).

przez wydanie obligacji rozumieć należy ich zapisanie na rachunku papierów wartościowych nabywcy.

## UCHWAŁA O EMISJI OBLIGACJI Z PRAWEM PIERWSZEŃSTWA. EMISJA I OBJĘCIE OBLIGACJI

Rozważania dotyczące obligacji zamiennych odnieść można również do obligacji z prawem pierwszeństwa, jednakże z kilkoma zastrzeżeniami.

Należy podkreślić, że inny jest charakter prawa inkorporowanego w tym rodzaju obligacji. Artykuł 20 ust. 1 u.o. opisuje obligacje z prawem pierwszeństwa jako obligacje uprawniające obligatariusza – oprócz innych świadczeń – do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami. Wydawać by się mogło, że jest to prawo tożsame z prawem poboru *in concreto* przysługującym akcjonariuszom. Jednak treść tego prawa należy odczytywać również z przepisu art. 448 k.s.h. Mowa tam o prawach do objęcia akcji, przyznawanych m.in. obligatariuszom obligacji z prawem pierwszeństwa. Dlatego też słusznie wskazuje się w literaturze, że jest to prawo silniejsze od klasycznego prawa poboru<sup>68</sup>. W rzeczywistości jest to prawo do objęcia akcji<sup>69</sup>. Konstrukcja obligacji z prawem pierwszeństwa również tym różni się od obligacji zamiennej, że świadczenia, do których uprawniony jest obligatariusz, nie przysługują alternatywnie. Obligacje z prawem pierwszeństwa zawsze będą podlegały wykupowi<sup>70</sup>. Niezależnie, obligatariusz jest również uprawniony do objęcia akcji emitenta. Jednak, inaczej niż uprawniony z obligacji zamiennej, aby objąć akcję obligatariuszy obligacji z prawem pierwszeństwa, zobowiązany jest do osobnego świadczenia w postaci opłacenia akcji.

Wymogi uchwały o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa określa art. 20 ust. 2 u.o. Uchwała określa m.in. liczbę akcji przypadających na jedną obligację oraz cenę emisyjną akcji albo sposób jej ustalenia, a także termin wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy wynikających z przyznanego prawa pierwszeństwa.

Podobnie jak w przypadku obligacji zamiennych, w przypadku warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w celu przyznania praw do objęcia akcji obligatariuszom obligacji z prawem pierwszeństwa (art. 448 § 2 pkt 1 k.s.h.) do emisji wskazanych papierów wartościowych konieczne będą uchwały podwyższeniowa oraz emisyjna, zawarcie umowy objęcia obligacji oraz wydanie obligacji, czyli w obecnym reżimie prawnym zapisanie jej na rachunku papierów wartościowych nabywcy. Prawa z obligacji z prawem pierwszeństwa, a więc m.in. prawo do objęcia akcji, powstają z chwilą zapisania obligacji na

<sup>68</sup> M. Dyl (w:): *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2019, Legalis/el., komentarz do art. 20, nt 1.

<sup>69</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 3, pkt 4.

<sup>70</sup> M. Dyl (w:): *Ustawa...*, komentarz do art. 20, nt 5.

rachunku papierów wartościowych obejmującego, w wykonaniu umowy objęcia obligacji.

### UCHWAŁA O EMISJI WARRANTÓW SUBSKRYPCYJNYCH. EMISJA I OBJĘCIE WARRANTÓW

Kolejnym typem papierów wartościowych, który może inkorporować prawo do objęcia akcji w warunkowo podwyższonym kapitale zakładowym, jest warrant subskrypcyjny. Na regulację omawianego typu papieru wartościowego składają się nieliczne przepisy Kodeksu spółek handlowych w jego części dotyczącej spółki akcyjnej<sup>71</sup>. Artykuł 328 § 2 k.s.h. nakazuje do papierów wartościowych emitowanych przez spółkę akcyjną stosować odpowiednio przepisy o akcjach. Oznacza to m.in., że od 1.03.2021 r. warranty subskrypcyjne podlegają obowiązkowej dematerializacji, poprzez rejestrację w KDPW albo wpis w rejestrze akcji prowadzonym dla spółki przez uprawniony podmiot. Kodeks spółek handlowych w art. 393 pkt 5 stawia dla emisji warrantów subskrypcyjnych, jak i obligacji zamiennych oraz z prawem pierwszeństwa, wymóg podjęcia w tym przedmiocie uchwały przez walne zgromadzenie. Do jej podjęcia nie jest wymagana kwalifikowana większość, zapada ona w zwykłym trybie przyjmowania uchwał. Artykuł 444 § 7 k.s.h. przewiduje, że walne zgromadzenie, upoważniając zarząd do podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego, może upoważnieniem swym objąć również emisję warrantów subskrypcyjnych. O omawianym typie papieru wartościowego mówi także art. 448 § 2 pkt 3 k.s.h. Przepis ten stanowi, że warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego może zostać uchwalone w celu przyznania praw do objęcia akcji przez posiadaczy warrantów subskrypcyjnych. Artykuł 450 § 1 pkt 4 k.s.h. przesądza, że do zgłoszenia warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego do sądu rejestrowego należy dołączyć m.in. uchwałę o emisji warrantów subskrypcyjnych.

Regulację warrantów subskrypcyjnych o najbardziej ogólnym charakterze obejmują § 2 i § 3 art. 453 k.s.h. Pierwszy przepis podaje definicję omawianego typu papieru wartościowego. Mowa tam, że „w celu podwyższenia kapitału zakładowego zgodnie z przepisami niniejszego rozdziału (Tytuł II, dział II, rozdział 5 k.s.h. – Kapitał docelowy; Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego – przyp. T.W.) spółka może emitować papiery wartościowe imienne lub na okaziciela uprawniające ich posiadacza do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru (warranty subskrypcyjne)”. Paragraf 3 art. 452 k.s.h. podaje natomiast konieczne elementy uchwały o emisji warrantów subskrypcyjnych. Powinna ona określać grono uprawnionych do objęcia warrantów, o ile są one emitowane odpłatnie – ich cenę emisyjną lub sposób jej ustalenia, liczbę akcji

<sup>71</sup> Od 1.07.2021 r. na mocy ustawy z 19.07.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r. poz. 1655) również przepisy dotyczące prostej spółki akcyjnej.



przypadających na jeden warrant, a także termin wykonania prawa z warrantu, który nie może być dłuższy niż 10 lat.

Można wymienić następujące zasadnicze cechy warrantu subskrypcyjnego. Jest to papier wartościowy, który mogą emitować jedynie spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne. Jego emisja związana jest zawsze z jednym z dwóch trybów podwyższenia kapitału zakładowego – w granicach kapitału docelowego oraz warunkowym. Warrant subskrypcyjny inkorporuje jedno tylko prawo – prawo złożenia zapisu na akcje albo prawo do objęcia akcji z wyłączeniem prawa poboru. Należy jednak pamiętać, że na podstawie art. 433 § 6 k.s.h. dotychczasowym akcjonariuszom przysługuje prawo poboru warrantów subskrypcyjnych. Prawo to można wyłączyć uchwałą spełniającą wymogi formalne stawiane przez przepisy art. 433 § 2 k.s.h. Warranty emitowane być mogą odpłatnie bądź nieodpłatnie.

Należy zgodzić się z tezą, że Kodeks spółek handlowych, regulując instytucję warrantu subskrypcyjnego, w rzeczywistości przewiduje jeden typ papieru wartościowego, aczkolwiek dzielący się na dwa podtypy. Charakter prawa inkorporowanego w warrancie subskrypcyjnym różni się w zależności od trybu podwyższenia kapitału zakładowego, w związku z którym następuje jego emisja. W przypadku podwyższenia w granicach kapitału docelowego inkorporowane w warrancie prawo to prawo dokonania zapisu na akcje<sup>72</sup>. W przypadku zaś warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego prawem inkorporowanym w warrancie będzie prawo do objęcia akcji<sup>73</sup>. W dalszej części rozważań mowa będzie jedynie o drugim z wymienionych podtypów opisywanego typu papieru wartościowego.

Mając na uwadze rozważania dotyczące obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa, należy stwierdzić, że uchwała warunkowo podwyższająca kapitał zakładowy nie odnosi bezpośredniego skutku dla kreacji warrantów subskrypcyjnych. Jest ona czynnością prawną o warunkowym skutku emisji nowych akcji. Podjęcie uchwały jest zatem niezbędną przesłanką dla emisji warrantów subskrypcyjnych. Bez jej istnienia zobowiązanie spółki inkorporowane w warrancie subskrypcyjnym byłoby niemożliwe do spełnienia. Tak więc pomiędzy uchwałą o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego a emisją warrantów subskrypcyjnych inkorporujących prawo do objęcia akcji istnieje ścisły związek.

Aby emisja warrantów subskrypcyjnych mogła nastąpić, konieczne jest podjęcie uchwały w jej przedmiocie, a także, zgodnie z umowną teorią powstania papierów wartościowych, zawarcie umowy ich objęcia. Postawić można tezę, że warranty subskrypcyjne emitowane w związku z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego obejmowane są w podobny sposób, jak akcje przy

<sup>72</sup> Zobacz jednak M. Romanowski, *Kapitał...*, nt 140, który krytykuje koncepcję prawa zapisu na akcje.

<sup>73</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 4 pkt I; I. Gębusia, *Warranty subskrypcyjne*, Warszawa 2011, Legalis/el., rozdział I, § 6.

podwyższeniu zwykłym. Można zatem stosować do ich emisji różne rodzaje subskrypcji. Należy jednak zaznaczyć, że inaczej niż dla emisji akcji, zawarcie umów objęcia warrantów nie jest *conditio iuris* wpisania uchwały o ich emisji. Dlatego też należy wyróżnić inny niż akcji emitowanych w celu zwykłego podwyższenia kapitału zakładowego moment powstania warrantów subskrypcyjnych, a także praw w nich inkorporowanych. Jest to, zgodnie z umowną teorią powstania papierów wartościowych, moment wydania papieru wartościowego, a w przypadku papierów zdematerializowanych – chwila ich zapisania na stosownym rachunku papierów wartościowych.

### UMOWA Z OSOBAMI WYMIENIONYMI W ART. 448 § 2 PKT 2 K.S.H.

Ostatnim dopuszczalnym ustawowo celem uchwalenia warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego jest przyznanie praw do objęcia akcji pracownikom, członkom zarządu lub rady nadzorczej w zamian za wkłady niepieniężne, stanowiące wierzytelności, jakie przysługują im z tytułu nabytych uprawnień do udziału w zysku spółki lub spółki zależnej. Jako *ratio legis* omawianego przepisu w literaturze wskazuje się promowanie programów akcjonariatu pracowniczego oraz programów motywacyjnych kadry menadżerskiej<sup>74</sup>. Możliwość warunkowego podwyższania kapitału zakładowego w tym celu nie jest jednak często wykorzystywana, na co wpływać może skomplikowanie procesu wnoszenia wierzytelności z tytułu nabytych uprawnień w zysku<sup>75</sup>. Kolejne jego kroki przedstawiają się następująco:

- 1) ustanowienie przez spółkę tytułów prawnych do udziału w osiąganym przez nią lub jej spółkę zależną zysku przez członków jej organów (zgodnie z art. 378 § 2 k.s.h. wynagrodzenie członków zarządu może obejmować prawo do udziału w zysku rocznym spółki, art. 392 § 2 stanowi o tym samym odnośnie do członków rady nadzorczej) lub pracowników (art. 304 § 2 pkt 1 k.s.h. mówi o możliwości ustanawiania tytułów uczestnictwa w zysku spółki);
- 2) osiągnięcie przez spółkę lub jej spółkę zależną zysku (art. 348 § 1 k.s.h.) oraz zatwierdzenie przez walne zgromadzenie sprawozdania finansowego za rok obrotowy, z którego zysk ten wynika (art. 231 § 2 pkt 1 oraz art. 395 § 2 pkt 1 k.s.h., a gdy przyznanie praw do objęcia akcji dotyczy członków zarządu lub rady nadzorczej, także powzięcie uchwały, o której mowa w art. 347 § 1 k.s.h.);
- 3) uchwalenie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w celu przyznania praw do objęcia akcji osobom wskazanym w 448 § 2 pkt 2 k.s.h.;
- 4) sporządzenie przez zarząd sprawozdania opisującego wkłady niepieniężne (art. 311 k.s.h.) oraz weryfikacja tego sprawozdania przez biegłego

<sup>74</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

<sup>75</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

rewidenta (art. 449 § 3 k.s.h.), chyba że zarząd od czynności tej odstąpił (art. 312 k.s.h.);

- 5) dokonanie przez sąd rejestrowy wpisu uchwały podwyższeniowej<sup>76</sup>;
- 6) zawarcie z pracownikami, członkami zarządu lub rady nadzorczej stosownych umów;
- 7) wykonanie przez uprawnionych prawa do objęcia akcji (art. 451 § 1 k.s.h) oraz wniesienie na pokrycie akcji przysługujących im wobec spółki wierzytelności (art. 451 § 3 k.s.h)<sup>77</sup>.

Umowa spółki z wymienionymi w art. 448 § 2 pkt 2 k.s.h. nie jest szczegółowo uregulowana. Ustawodawca nie określa trybu jej zawarcia. Dla przykładu, spółka może przyjąć, że po stosownym poinformowaniu potencjalnych zainteresowanych brak działań z ich strony oznacza przyjęcie oferty, a zatem i zawarcie umowy<sup>78</sup>. Dopuszczalne jest również przygotowanie przez spółkę wzoru formularza, na którym zainteresowani powinni złożyć oświadczenie woli o przyjęciu oferty<sup>79</sup>.

Umowa, którą spółka zawiera z osobą, której przysługują stosowne wierzytelności, ma za treść zobowiązanie spółki do przyznania tej osobie prawa do objęcia akcji w zamian za przysługującą jej wierzytelność. Innymi słowy, spółka zobowiązuje się do złożenia wierzycielowi oferty zawarcia umowy objęcia akcji w warunkowo podwyższonym kapitale zakładowym w zamian za umorzenie przysługującej wierzycielowi wierzytelności. Oferta ta składana jest z chwilą zawarcia umowy przyznania prawa do objęcia akcji<sup>80</sup>. Świadczenie wierzyciela spółki, do którego zobowiązany jest w razie wykonania prawa objęcia, przypomina świadczenie posiadacza obligacji zamiennej. Zasadnicza różnica w sytuacji tych dwóch kategorii podmiotów jest jednak taka, że prawo obligatariusza do objęcia akcji jest inkorporowane w obligacji, a prawo wierzyciela spółki z tytułu zysku wynika z umowy ze spółką.

W momencie zawarcia umowy przyznania prawa do objęcia akcji wierzyciel spółki staje się uprawnionym do objęcia akcji. Uznaje się, że z tą chwilą jego prawo staje się zbywalne, a zatem może stanowić przedmiot obrotu<sup>81</sup>.

Co istotne, opisywana możliwość przyznania praw do objęcia akcji odnosi się jedynie do aktualnych pracowników oraz członków organów spółki emitującej akcje, nie zaś spółek dominujących czy zależnych wobec niej<sup>82</sup>.

Na koniec wypada przypomnieć, że właśnie odnośnie do tego przypadku przyznania praw do objęcia akcji aktualny jest spór o to, czy uchwalając wa-

<sup>76</sup> O skutecznym podjęciu tego rodzaju uchwały mówić można dopiero z chwilą wpisu, więc pkt 6 i 7 można uznać za jeden.

<sup>77</sup> Wyliczenie to zaproponował P. Chylicki, *Warunkowe...* Rozdział VII § 5.

<sup>78</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

<sup>79</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

<sup>80</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

<sup>81</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

<sup>82</sup> P. Chylicki, *Warunkowe...*, rozdział VII, § 5.

runkowe podwyższenie kapitału zakładowego, walne zgromadzenie powinno wyłączyć prawo poboru akcjonariuszy<sup>83</sup>.

## PODSUMOWANIE – CHARAKTER I TREŚĆ PRAWA DO OBJĘCIA AKCJI

Rozpoczynając podsumowanie, należy powtórzyć, iż pogląd wyrażany w starszej literaturze, że prawo poboru i prawo do objęcia akcji są zbieżne treściowo<sup>84</sup>, powinien zostać odrzucony. Uzasadnia to w szczególności użycie przez ustawodawcę w definicji legalnej prawa poboru określenia go jako prawa pierwszeństwa. Przy ustalaniu charakteru i treści prawa poboru nie można abstrahować od ustaleń nauki prawa cywilnego odnośnie do tej kategorii praw. Wynika to z ustanowionej przez art. 2 k.s.h. zasady jedności prawa cywilnego.

Z tego powodu należy również krytycznie podejść do ujmowania prawa poboru jako roszczenia uprawnionego o ukształtowanie subskrypcji akcji nowej emisji w taki sposób, aby prawo to było respektowane. W świetle bogatego orzecznictwa i literatury odnoszących się do praw pierwszeństwa nabycia nieruchomości należy raczej uznać, że prawo poboru jest to prawo do złożenia zapisu na proporcjonalną do liczby akcji posiadanych przez akcjonariusza liczbę akcji nowej emisji z pominięciem wszystkich pozostałych chętnych do ich objęcia, w określonym przez spółkę terminie, w odpowiedzi na ogłoszenie<sup>85</sup> oferujące akcje nowej emisji<sup>86</sup>. Ochrona prawna uprawnionych z prawa poboru polega na możliwości żądania odszkodowania w razie naruszenia ich prawa (odpowiedzialność spółki *ex contractu*, art. 471 k.c.) oraz na możliwości przystąpienia do postępowania w przedmiocie rejestracji uchwały podwyższeniowej (art. 560 k.p.c.) i dążeniu, by sąd odmówił rejestracji podwyższenia dokonanego z naruszeniem prawa poboru.

Idąc dalej, po dokonaniu analizy występujących w obrocie praw do objęcia akcji postawić można następujące wnioski. Prawo do objęcia akcji jest zawsze ściśle związane z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego. Uchwała warunkowo podwyższająca kapitał zakładowy ma ten tylko skutek, że pozwala na kreację nowych akcji z zastrzeżeniem ich objęcia i wydania uprawnionym. Kodeksowe sformułowanie „Uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego może zostać powzięta w celu: przyznania praw do objęcia akcji...” (art. 448 § 2 k.s.h.) należy w związku z tym odczytywać w ten sposób, że uchwała

<sup>83</sup> Zob. zamiast wielu I. Gębusia, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego a prawo poboru*, „Przełęcz Prawa Handlowego” 2005/6; s. 20–26. Autorka opowiada się za obowiązkiem wyłączenia prawa poboru we wskazanej sytuacji, jednocześnie niezwykle wnikliwie prezentując argumenty przeciwnej strony sporu.

<sup>84</sup> M. Romanowski, *Kapitał...*, nt 256; podobnie M. Mataczyński, S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, komentarz do art. 433, nt 6; A. Radwan, *Prawo poboru...*, s. 166.

<sup>85</sup> Lub listy polecane, informacje zawarte w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym.

<sup>86</sup> Z zastrzeżeniem art. 435 § 3 oraz art. 436 § 4 k.s.h.

ta jest podejmowana w celu umożliwienia przyznania praw do objęcia akcji określonym podmiotom. Jako czynność prawna nie przyznaje ona takich praw nikomu. Kreacja praw do objęcia akcji i ich przyznanie uzależnione są od podjęcia uchwały o emisji jednego z trzech typów papierów wartościowych określonych przez art. 448 § 2 k.s.h. oraz zawarcia umów ich objęcia. W przypadku wierzycieli spółki określonych w pkt 2 wspomnianej jednostki redakcyjnej konieczna będzie jedynie stosowna umowa<sup>87</sup>.

Wreszcie należy określić treść prawa do objęcia akcji. Uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego pozwala na kreację nowych akcji z zastrzeżeniem zawarcia umowy ich objęcia oraz ich wydania uprawnionym. Uchwała ta dokładnie określa grono uprawnionych – jednak nie konkretnie, a abstrakcyjnie. Nie mówi o skonkretyzowanych podmiotach, a o posiadaczach papierów wartościowych danej emisji lub o uprawnionych do udziału w zysku spółki. Oznacza to, że sama uchwała nie przyznaje praw, ale określa, z jakimi podmiotami spółka może wchodzić w relacje zobowiązujące ją do emisji akcji w ramach określonego warunkowego podwyższenia, mówiąc obrazowo, na żądanie uprawnionych<sup>88</sup>. W przypadku dokonania czynności prawnej przyznającej prawo do objęcia akcji osobie spoza grona określonego przez uchwałę o podwyższeniu warunkowym czynność taka, jako sprzeczna z ustawą, będzie nieważna.

Przyznanie prawa do objęcia akcji skutkuje ukształtowaniem stosunku prawnego pomiędzy spółką a uprawnionym. Należy podzielić pogląd, zgodnie z którym przyznając prawo do objęcia akcji, spółka składa ofertę zawarcia umowy objęcia akcji w kapitale warunkowo podwyższonym<sup>89</sup>. Uprawniony do objęcia akcji może złożyć oświadczenie woli o objęciu akcji. Skutkiem oświadczenia jest zawarcie umowy objęcia akcji. Kreacja akcji zgodnie z uchwałą o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego następuje w momencie wydania akcji uprawnionemu. Zatem prawo do objęcia akcji umożliwia złożenie oświadczenia woli o charakterze przyjęcia oferty zawarcia umowy objęcia akcji, skutkującego zawarciem takiej umowy.

Pod tym względem prawo do objęcia akcji zawsze będzie miało taką samą treść. Będzie się rzecz jasna różnić w szczegółach – w zależności od tego, do objęcia ilu akcji uprawnia. Różne są w każdym wypadku także zobowiązania uprawnionego wobec spółki. Po pierwsze, wskazać trzeba na świadczenia, w zamian za które nabywa się prawa do objęcia akcji inkorporowane w papierach wartościowych, czy też na podstawie umowy. Po drugie, z umowy objęcia akcji wynika, do jakiego świadczenia na rzecz spółki zobowiązany będzie podmiot uprawniony, o ile zdecyduje się prawo do objęcia akcji wykonać.

<sup>87</sup> Zob. T. Sójka, *Umowa...*, nt 48.

<sup>88</sup> T. Sójka, *Umowa...*, nt 50. Autor ten słusznie wskazuje, że z tego powodu do momentu wpisu uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego może być uchylona lub zmieniona.

<sup>89</sup> Natomiast o przyznaniu prawa możemy mówić dopiero z chwilą wydania papieru wartościowego. Tak więc złożenie oferty następuje z chwilą wydania, por. T. Sójka, *Umowa...*, nt 49.

Na zakończenie rozważań warto przedstawić jeszcze jeden płynący z nich wniosek – celem istnienia instytucji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego jest możliwość kreacji akcji samą tylko umową ich objęcia połączoną z wydaniem, bez konieczności oczekiwania na rejestrację uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego. Jest to pozycja o wiele korzystniejsza dla zainteresowanych objęciem akcji niż w przypadku podwyższenia zwykłego.

## ABSTRACT

**Tomasz Wiącek**

The author is a doctoral student at the Doctoral School of Social Sciences of the University of Lodz.

### **Nature and essence of the right to take up shares in conditionally increased share capital**

*The paper focuses on the subject of conditional increase of share capital in a joint stock company. Describing the right to take up shares in conditionally increased capital, the author draws attention to the institution of subscription right and presents his conception of subscription right as one of many cases of priority rights in the Polish civil law. Different cases of rights to take up shares granted under the conditional increase of share capital are described in detail. The author also presents arguments for the validity of the view expressed in literature that the right to take up shares in conditionally increased capital puts the rightholder in the position of an offeree to whom the company has previously made an offer to conclude a share subscription agreement.*

**Keywords:** *conditional share capital increase, joint stock company, subscription right, right to take up shares, securities, convertible bonds, priority bonds, subscription warrants*

**Tomasz Wiącek**

ORCID 0000-0002-5744-4716; e-mail: tomasz.wiacek@edu.uni.lodz.pl

Autor jest doktorantem w Szkole Doktorskiej Nauk Społecznych Uniwersytetu Łódzkiego.

## BIBLIOGRAFIA ZAŁĄCZNIKOWA

- Chylicki Piotr**, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego*, Warszawa 2018, Legalis/el.
- Dyl Marcin** (w:) *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2018, Legalis/el., komentarz do art. 20
- Frąckowiak Józef** (w:) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. W. Pyziół, Warszawa 2008, LEX/el., komentarz do art. 433
- Gębusia Iwona**, *Warranty subskrypcyjne*, Warszawa 2011, Legalis/el.
- Gębusia Iwona**, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego a prawo poboru*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005/6
- Goszczyk Maciej** (w:) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. A. Opalski, Warszawa 2016, t. 3B, Legalis/el., komentarz do art. 433 i 448
- Goszczyk Maciej**, *Zmiany statutu i kapitału w spółce akcyjnej. Art. 430–458 KSH. Komentarz*, Warszawa 2009, Legalis/el., komentarz do art. 433 i 448
- Mataczyński Maciej, Sołtysiński Stanisław, Sójka Tomasz** (w:) **Sołtysiński Stanisław, Szajkowski Andrzej, Szumański Andrzej, Szwa-ja Janusz**, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, t. 3, Legalis/el., komentarz do art. 433
- Michałowski Rafał**, *Charakter prawny oraz konsekwencje naruszenia pierwszeństwa w nabyciu nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa*, „Studia Iura Agraria” 2009/7
- Mika Iwona**, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2020, Legalis/el., komentarz do art. 433
- Opalski Adam**, *Zmiana statutu i podwyższenie kapitału zakładowego* (w:) *System prawa prywatnego*, red. Z. Radwański, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2016, Legalis/el.
- Radwan Arkadiusz**, *Prawo poboru w spółce akcyjnej w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2002
- Radwański Zbigniew** (w:) *System prawa cywilnego*, red. S. Grzybowski, t. 3, cz. 1, *Prawo zobowiązań: część ogólna*, Wrocław 1981
- Romanowski Michał**, *Kapitał docelowy i warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego* (w:) *System prawa prywatnego*, red. Z. Radwański, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2010, Legalis/el.
- Romanowski Michał**, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych* (w:) *System prawa prywatnego*, red. Z. Radwański, t. 18, *Prawo spółek kapitałowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2010

**Safjan Marek** (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, Warszawa 2018, t. 2, Legalis/el.

**Sołtysiński Stanisław** (w:) **Sołtysiński Stanisław, Szajkowski Andrzej, Szumański Andrzej, Szwaja Janusz**, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, t. 3, Legalis/el., komentarz do art. 2

**Sołtysiński Stanisław, Sójka Tomasz** (w:) **Sołtysiński Stanisław, Szajkowski Andrzej, Szumański Andrzej, Szwaja Janusz**, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, t. 3, Legalis/el., komentarz do art. 448 i art. 451

**Sójka Tomasz**, *Umowa objęcia akcji*, Warszawa 2012, LEX/el.

**Stokłosa Angelika, Syp Szymon**, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2020, LEX/el., komentarz do art. 42

**Szewczyk Jarosław**, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Regulacyjny i Antymonopolowy” 2019/7

**Trzaskowski Roman**, *Skutki naruszenia pierwszeństwa w braku wyraźnej regulacji ustawowej*, „Palestra” 2007/7–8