

TRADYCJA A POSTĘP W POLSKIM PRAWIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Jan Mojak

Zakład Prawa Cywilnego
Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

STAN POLSKIEGO PRAWA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH U PROGU TRANSFORMACJI USTROJU GOSPODARCZEGO

Po II wojnie światowej, w wyniku przeobrażeń ustrojowych, istniejące w Polsce uregulowania dotyczące papierów wartościowych oraz rynku kapitałowego, jako instytucji charakterystycznych dla ustroju kapitalistycznego, straciły praktyczne znaczenie. Spośród przepisów normujących zagadnienia papierów wartościowych w mocy pozostały tylko regulacje prawa wekslowego oraz prawa czekowego, gdyż w pewnym, choć ograniczonym zakresie, okazały się przydatne w tzw. „obrocie uspołecznionym”. Realia ustrojowe i gospodarcze spowodowały, że kodyfikacja prawa cywilnego z 1964 r. nie zawierała żadnych regulacji w materii papierów wartościowych, pomijała problematykę przekazu, która to instytucja – według polskiej tradycji – leżała u podstaw konstruowania stosunków prawnych związanych z papierami wartościowymi oraz zapisu długu na okaziciela. Wskazane instytucje uregulowane były w kodeksie zobowiązań z 1933 r. Do chwili rozpoczęcia procesu transformacji ustrojowej w latach 1989–1990 nie istniał w Polsce rynek kapitałowy. Wtedy właśnie pojawił się problem wprowadzenia do prawa cywilnego unormowań dotyczących papierów wartościowych¹.

W toku prac legislacyjnych nad gruntowną nowelizacją kodeksu cywilnego dotyczącą tej materii zdecydowano się nawiązać do polskich regulacji z okresu międzywojennego zawartych w kodeksie zobowiązań. Duża nowela do kodeksu cywilnego z lipca 1990 r. przywróciła do systemu prawnego instytucję przekazu oraz wprowadziła przepisy regulujące zagadnienie papierów wartościowych. Należy zaznaczyć, że wszelkie przepisy odnoszące się do poszczególnych rodzajów papierów wartościowych (z wyjątkiem weksli i czeków) oraz obrotu nimi były uchwalane już po wspomnianej nowelizacji kodeksu cywilnego.

¹ Por. A. Jakubecki, J. Mojak, *Papiery wartościowe*, [w:] *Zielona Księga. Optymalna wizja kodeksu cywilnego w RP*, pod red. Z. Radwańskiego, s. 97 i nast.

W roku 1991 weszła w życie całkowicie nowatorska ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, która stała się normatywną podstawą dematerializacji papierów wartościowych². W tym samym czasie powołano do życia Giełdę Papierów Wartościowych, Komisję Papierów Wartościowych oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. W roku 1995 uchwalono ustawę o obligacjach, a w roku 1997 – ustawę o listach zastawnych, Prawo bankowe, ustawę o funduszach inwestycyjnych oraz nowe Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Z kolei ustawa o finansach publicznych z 1998 r. stworzyła podstawę emitowania skarbowych papierów wartościowych. W roku 2000 uchwalono Kodeks spółek handlowych, regulujący problematykę akcji oraz ustawę o domach składowych regulującą status dowodów składowych.

Wreszcie w 2005 r. pojawiły się zupełnie nowe regulacje dotyczące obrotu papierami wartościowymi, a mianowicie: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych, jak również ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

W polskich ustawach normujących poszczególne rodzaje papierów wartościowych znajdują się definicje tychże papierów, np. obligacji, akcji itp. Natomiast w kodeksie cywilnym, mimo że normuje on ogólnie instytucję papierów wartościowych, to brak jest w nim ogólnej definicji papieru wartościowego. Zasadne zatem jest postawienie pytania, czy taka definicja powinna się w nim znaleźć. Ponadto w kodeksie cywilnym nie ma także jakiegokolwiek wzmianki o zdematerializowanych papierach wartościowych, chociaż zdecydowana większość papierów wartościowych w Polsce występuje w obrocie w formie zdematerializowanej. Wiąże się z tym restryktywny system dotyczący depozytu tychże papierów. W literaturze, na podstawie całokształtu regulacji kodeksu cywilnego, określa się papier wartościowy jako dokument wyrażający określone prywatne prawo majątkowe i tak ściśle je ze sobą zespalający, że do realizacji tego prawa nieodzowne jest okazanie dokumentu. Przytoczone określenie, w pełni uzasadnione w świetle przepisów kodeksu, w żaden sposób nie koresponduje z faktem, że pojęcie papierów wartościowych obejmuje także papiery zdematerializowane. Zdematerializowane papiery wartościowe są przenoszone z zachowaniem szczególnego reżimu prawnego, w drodze zapisu na rachunku papierów wartościowych³.

Papiery wartościowe w ujęciu tradycyjnym są szczególnymi dokumentami stwierdzającymi istnienie określonego prawa majątkowego (najczęściej – chociaż nie tylko – wierzytelności) w taki sposób, że posiadanie dokumentu staje się niezbędną przesłanką realizacji prawa (legitymacja formalna). Papiery

² Por. J. Mojak, *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Warszawa 2008, s. 17 i nast.

³ Por. A. Jakubecki, J. Mojak, *op. cit.* s. 99.

wartościowe ucieleśniają prawa podmiotowe (wierzycelności), są więc nosicielami

inkorporowanego w nich prawa i wartości, które to prawo reprezentuje. Jako takie ułatwiają one i upraszczają obrót prawami w nich wyrażonymi⁴.

Współcześnie na rozwiniętych rynkach papierów wartościowych dominującą rolę odgrywają tzw. zdematerializowane papiery wartościowe, które mają niewiele wspólnego z tradycyjnymi papierami wartościowymi. W szczególności postacią zdematerializowaną mają papiery wartościowe występujące na publicznych – giełdowych oraz pozagiełdowych rynkach tychże papierów. Zdematerializowane papiery wartościowe to odpowiednie zapisy na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych w systemie informatycznym w szczególności przez domy maklerskie, banki oraz zagraniczne i krajowe firmy inwestycyjne. W systemie prawa polskiego problematykę dematerializacji w sposób kompleksowy reguluje ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. nr 183, poz. 1538). Zgodnie z art. 5 tej ustawy papiery wartościowe:

- 1) będące przedmiotem oferty publicznej lub
- 2) dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub
- 3) wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, lub
- 4) emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski – nie mają

formy dokumentu, od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy zawieranej przez emitenta z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja). Papiery wartościowe mogą nie mieć formy dokumentu również w przypadku, gdy przewidują to odrębne przepisy dotyczące emisji tych papierów.

Papiery wartościowe:

- 1) będące przedmiotem oferty publicznej, które nie będą podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym, albo
- 2) wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu – mogą mieć formę dokumentu, jeżeli emitent lub wprowadzający tak postanowi.

Prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku. Umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. W przypadku gdy ustalenie prawa do pożytków ze zdematerializowanych papierów wartościowych nastąpiło w dniu, w którym w depozycie papierów wartościowych powinno zostać przeprowadzone rozliczenie transakcji, lub później, a papiery te są nadal zapisane na rachunku zbywcy, pożytki przypadają na-

⁴ Por. K. Zawada [w:] *Kodeks cywilny*, pod. red. K. Pietrzykowskiego, Warszawa 2003, t. II, s. 670.

bywcy w chwili dokonania zapisu na jego rachunku papierów wartościowych. W przypadku gdy nabycie zdematerializowanych papierów wartościowych nastąpiło na podstawie zdarzenia prawnego powodującego z mocy ustawy przeniesienie tych papierów, zapis na rachunku papierów wartościowych nabywcy jest dokonywany na jego żądanie (art. 7 ustawy)⁵.

Na żądanie posiadacza rachunku papierów wartościowych podmiot prowadzący ten rachunek wystawia mu, na piśmie, oddzielnie dla każdego rodzaju papierów wartościowych, imienne świadectwo depozytowe. Świadectwo potwierdza legitymację do realizacji uprawnień wynikających z papierów wartościowych wskazanych w jego treści, które nie są lub nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie zapisów na rachunku papierów wartościowych. Warunkiem uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej jest złożenie w jej siedzibie, najpóźniej na tydzień przed terminem walnego zgromadzenia, świadectwa wystawionego celem potwierdzenia uprawnień posiadacza akcji zdematerializowanych do uczestnictwa w tym zgromadzeniu (art. 9 ustawy).

EWOLUCJA PRAWA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W LATACH 1990–2006

Ustawodawca polski, idąc za wzorem prawa szwajcarskiego i włoskiego, wprowadził do naszego prawa cywilnego – ustawą z dnia 28 lipca 1990 r. nowelizującą Kodeks cywilny (Dz. U. nr 55, poz. 321 z późn. zm.) – swoistą część ogólną prawa papierów wartościowych.

Przepisy art. 921⁶–921¹⁶ k.c. zakotwiczą instytucję papierów wartościowych w systemie prawa cywilnego. Równocześnie praktyczne znaczenie tych przepisów nie jest zbyt duże. Zgodnie bowiem z zasadą *numerus clausus* papierów wartościowych, według której papierami wartościowymi są tylko takie dokumenty, które za papiery wartościowe zostały uznane przez ustawodawcę, podstawowym źródłem prawa dla danego rodzaju papierów wartościowych jest ustawa dopuszczająca ich wystawienie (emisję) oraz określająca cechy i funkcje papieru wartościowego danego rodzaju, np. prawo wekslowe, prawo czekowe, ustawa o obligacjach. Przepisy tych ustaw mają pierwszeństwo przed unormowaniami kodeksu cywilnego. Przepisy kodeksu cywilnego stosuje się zatem jedynie do zagadnień nieunormowanych odmiennie w ustawach szczególnych.

Podstawowymi źródłami prawa papierów wartościowych w dzisiejszej Polsce są:

- 1) ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe (Dz. U. nr 37,

⁵ Por. M. Romanowski [w:] *Prawo papierów wartościowych*, pod. red. A. Szumańskiego, Warszawa 2005, s. 111.

poz. 282);

2) ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo czekowe (Dz. U. nr 37, poz. 283 z późn. zm.);

3) ustawa z dnia 18 września 2001 r. – Kodeks morski (Dz. U. nr 138, poz. 1545 z późn. zm.), w odniesieniu do konosamentów;

4) ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz. U. z 2001 r. nr 120, poz. 1300 z późn. zm.);

5) ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz. U. z 2002 r. nr 72, poz. 665 z późn. zm.), odnośnie do bankowych papierów wartościowych;

6) ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (tekst jedn. Dz. U. z 2003 r. nr 99, poz. 919 z późn. zm.);

7) ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz. U. nr 249, poz. 2104 z późn. zm.), odnośnie do skarbowych papierów wartościowych. Istotne znaczenie mają w tym zakresie również rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 czerwca 2006 r. w sprawie warunków emitowania bonów skarbowych (Dz. U. nr 113, poz. 771) oraz rozporządzenia tegoż Ministra, dotyczące emitowania poszczególnych rodzajów obligacji skarbowych;

8) ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.);

9) ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz. U. nr 44, poz. 202 z późn. zm.), odnośnie do świadectw udziałowych;

10) ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. nr 146, poz. 1546), odnośnie do certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez te fundusze.

Prawne ramy obrotu długoterminowymi papierami wartościowymi (np. akcjami, obligacjami) stwarzała do 23 października 2005 r. ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2002 r. nr 49, poz. 447 z późn. zm., w szczególności wprowadzonymi ustawą z dnia 12 marca 2004 r. – Dz. U. nr 64, poz. 594) oraz wydane na jej podstawie liczne akty wykonawcze, a zwłaszcza:

– rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 11 sierpnia 2004 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu (Dz. U. nr 186, poz. 1921),

– rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 października 2001 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz. U. nr 139, poz. 1569 z późn. zm.).

Dnia 24 października 2005 r. weszły w tej mierze w życie przepisy trzech nowych ustaw z 29 lipca 2005 r., a mianowicie: o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. nr 183, poz. 1537), o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. nr 183, poz. 1538), o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów fi-

nansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. nr 184, poz. 1539). Dotychczas wydano też kilkanaście aktów wykonawczych w postaci rozporządzeń Rady Ministrów bądź Ministra Finansów, ogłoszonych głównie w trzech Dziennikach Ustaw za 2005 r. (nr 205, 206 i 207). Wśród tych aktów na szczególną uwagę zasługują:

- rozporządzenie Ministra Finansów z 11 października 2005 r. w sprawie prowadzenia przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd rejestru inwestorów kwalifikowanych (Dz. U. nr 205, poz. 1698);
- rozporządzenie Ministra Finansów z 14 października 2005 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. nr 206, poz. 1712);
- rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206, poz. 1715);
- rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. w sprawie warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany (Dz. U. nr 207, poz. 1727);
- rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz. U. nr 207, poz. 1729).

Wskazane wyżej regulacje prawne stanowią próbę implementacji Dyrektyw UE z lat 2003–2004, dotyczących tworzenia mechanizmów prawnoinstytucjonalnych zunifikowanego rynku kapitałowego we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej. Niestety, polskie regulacje prawne nie mogą być uznane za przejaw klarownej, poprawnej i precyzyjnej legislacji, a ich wykładnia i rzetelne stosowanie napotykać na ogromne problemy⁶.

Przepisy ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. nr 157, poz. 1119) nabrały mocy obowiązującej z dniem 19 września 2006 r. Ustawa ta w dużej mierze zmieniała ustawę o nadzorze nad rynkiem kapitałowym z 29 lipca 2005 r. Podstawowym następstwem wejścia w życie przepisów ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym było przejęcie dotychczasowych kompetencji Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych) przez nowy organ zunifikowanego nadzoru finansowego – Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Istotne znaczenie mają w tej dziedzinie zarówno regulacje statutowe i regulaminowe, jak i normatywne uchwały Giełdy Papierów Wartościowych SA w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA oraz – organizującej obrót pozagiełdowy – Centralnej Tabeli Ofert SA.

Do najważniejszych regulacji w tym zakresie należą:

⁶ Por. J. Mojak, *op. cit.*, s. 24.

- 1) Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA wprowadzony uchwałą Rady Giełdy nr 1/1110/2006 z 4 stycznia 2006 r.,
- 2) uchwałą nr 1/O/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO SA z 3 stycznia 2006 r. – w sprawie uchwalenia Regulaminu Obrotu, zmieniona uchwałą nr 2/O/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO SA z 16 stycznia 2006 r. oraz uchwałą nr 3/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO SA z 23 stycznia 2006 r.

PRZENIKANIE SIĘ ELEMENTÓW TRADYCJI I NOWOCZESNOŚCI WE WSPÓŁCZESNYM POLSKIM PRAWIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Przedstawiona wyżej ewolucja polskich uregulowań normatywnych, dotyczących papierów wartościowych dowodzi ogromu wysiłku legislacyjnego oraz twórczego zaangażowania się polskich prawników w radykalną przebudowę prawa papierów wartościowych. W przenośni rzecz można, że polski system prawny w zakresie tego działu prawa, przeszedł drogę „od RWPG i rubla transferowego” do nowoczesnych uregulowań zawartych w dyrektywach Unii Europejskiej oraz zaleceniach OECD. Podkreślić należy fakt, że cały system normatywny i instytucjonalny tzw. publicznego obrotu papierami wartościowymi został stworzony od podstaw, a dzisiaj spełnia wysokie standardy rynku kapitałowego Unii Europejskiej.

Nie można jednak tracić z pola widzenia faktu, że omówiony wcześniej wysiłek modernizacyjny polskiego ustawodawcy nie doprowadził jednak do całkowitego zerwania z tradycją dobrego, prywatnego prawa papierów wartościowych, ukształtowaną w okresie II RP. Świadczy o tym chociażby zachowanie dwóch ustaw z 28 kwietnia 1936 r., regulujących materię weksli oraz czeków. Stwierdzić należy, że rozwiązania prawne zawarte w tych ustawach, uzupełnione o regulacje np. w prawie bankowym efektywnie obsługują obrót gospodarczy w dzisiejszej Polsce. Nawiasem mówiąc, z dużym niepokojem trzeba odnieść się do prób nowych uregulowań materii wekslowej i czekowej, wydaje się, że twórcza wykładnia przepisów z okresu II RP przez Sąd Najwyższy, który powinien w tym zakresie głębiej i szerzej odwoływać się do judykatury Sądu Najwyższego II RP w pełni wystarcza do rozwiązywania problemów, jaki przynosi obrót gospodarczy w naszym kraju.

Elementy pełnej kontynuacji tradycji prawnej II RP znajdujemy również w uregulowaniach dotyczących dowodów składowych (rewersów, warrantów) oraz konosamentów, czy też szerzej w odniesieniu do tradycyjnych papierów wartościowych. Dotyczy to również akcji, obligacji oraz listów zastawnych mających postać istniejących realnie dokumentów, czyli tzw. niezdematerializowanych papierów wartościowych. Podkreślić należy, że istotną kontynuację świet-

nych uregulowań spółki akcyjnej zawartych w kodeksie handlowym z 1934 r. znajdujemy w większości unormowań tej materii w kodeksie spółek handlowych z 2000 r.

Najważniejszym rozwiązaniem o charakterze w pełni nowoczesnym w przedmiocie papierów wartościowych było przyjęcie w 1991 r. – zresztą na sugestie konsultantów francuskich – zasady dematerializacji papierów wartościowych w obrocie publicznym, a w szczególności giełdowym. To kosztowne rozwiązanie, które wymagało informatycznego oprzyrządowania całego systemu instytucji rynku kapitałowego w Polsce pozwoliło naszemu krajowi na stworzenie największej i najefektywniej działającej giełdy papierów wartościowych w Europie Środkowej, tj. GPW SA w Warszawie. W tym zakresie słusznym okazało się odrzucenie tradycji giełdowej z okresu II RP, co wynikało z ogromnego rozwoju technik informatycznych i komputerowych, jaki nastąpił w świecie w latach 70. i 80. ub. wieku, oraz wykorzystanie tych urządzeń do obsługi masowego rynku papierów wartościowych, a obecnie szerzej – instrumentów finansowych na publicznych rynkach giełdowych oraz pozagiełdowych.