

WOJCIECH JANOWSKI\*

## NIEPODJĘCIE I NIETERMINOWE PODJĘCIE UCHWAŁY O PRYZNANIU AKCJI W ZAMIAN ZA OBLIGACJE KAPITAŁOWE

### 1. WPROWADZENIE

Artykuł ma wyjaśnić, jakie są cywilnoprawne konsekwencje niezachowania przez zarząd terminu z art. 454<sup>4</sup> § 1 kodeksu spółek handlowych<sup>1</sup>. Zgodnie z tym przepisem w terminie 21 dni od dnia wystąpienia zdarzenia inicjującego zarząd podejmuje uchwałę o przyznaniu akcji na zasadach określonych w warunkach emisji (dalej: WEO) obligacji kapitałowych podmiotom uprawnionym na dzień wyrejstrowania tych obligacji z depozytu papierów wartościowych oraz zawiadamia o jej podjęciu podmiot, w którym te obligacje zostały zarejestrowane.

Zagadnienie jest istotne teoretycznie, ponieważ tryb podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje<sup>2</sup> wprowadzony został ustawą z dnia 14 kwietnia 2023 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ustawy o obligacjach, ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw<sup>3</sup>, która kwestii tej nie przesądza. Przed uchwaleniem tej ustawy kodeks spółek handlowych podobnej regulacji

---

\* Autor jest studentem IV roku prawa na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego oraz seminarzystą w Katedrze Prawa Gospodarczego Prywatnego; ORCID: 0000-0002-5308-2527.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.); dalej: k.s.h.

<sup>2</sup> Zob. ogólnie M. Bieniak (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, M. Wawer, R. Zawłocki: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Legalis 2024, art. 454<sup>1</sup>–454<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Dz. U. poz. 825; dalej: ustawa z 14 kwietnia 2023 r.

nie zawierał. Może mieć również znaczenie praktyczne, ponieważ ustawą z 14 kwietnia 2023 r. wprowadzono zmiany w ustawie o obligacjach<sup>4</sup>, w następstwie których możliwe stało się emitowanie obligacji kapitałowych. Jeżeli znajdą one swoją niszę na rynku, to analizowany problem może stać się przedmiotem postępowań sądowych.

## 2. OBLIGACJE KAPITAŁOWE W ZARYSIE

Obligacje kapitałowe, wraz z umową pożyczki podporządkowanej<sup>5</sup>, są odpowiedzialnością polskiego ustawodawcy<sup>6</sup> na zapotrzebowanie na możliwość emitowania pod prawem polskim instrumentów kwalifikowalnych jako instrumenty dodatkowe w Tier 1 (dalej: AT1) w rozumieniu CRR<sup>7</sup> oraz jako środki własne kategorii 1 w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 2015/35<sup>8</sup>. Zainteresowane emisją obligacji kapitałowych mogą być więc podmioty, które obowiązane są spełniać wymogi w zakresie utrzymywania określonego poziomu funduszy (środków) własnych<sup>9</sup> wynikające z CRD IV<sup>10</sup> i CRR (np. banki), IFD<sup>11</sup> i IFR<sup>12</sup> (np. domy

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 2244 ze zm.); dalej: u.o.

<sup>5</sup> Zob. W. Janowski: *Umowa pożyczki podporządkowanej jako instrument AT1*, Monitor Prawa Bankowego 2024, nr 1, s. 91–100. Na temat klasycznego rozumienia podporządkowania wierzytelności zob. np. K. Górniak: *Umowa podporządkowania wierzytelności w prawie cywilnym procesowym, materialnym i upadłościowym*, Studia Prawa Prywatnego 2018, nr 3, s. 74.

<sup>6</sup> Druk sejmowy nr 2992, Sejm IX Kadencji, Uzasadnienie, s. 5 i 41.

<sup>7</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 176 z 2013 r., s. 1 ze zm.).

<sup>8</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II) (Dz. Urz. UE L 12 z 2015 r., s. 1 ze zm.); dalej: rozporządzenie delegowane 2015/35.

<sup>9</sup> Z literatury zob. m.in. A.N. Berger, R.J. Herring, G.P. Szegö: *The role of capital in financial institutions*, Journal of Banking & Finance 1995, nr 19, s. 393–430; A. Kern (w:) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, eds. N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford 2015, s. 334–363; M. Everson (w:) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, eds. N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford 2015, s. 409–452; J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J.N. Gordon, C. Mayer, J. Payne: *Principles of Financial Regulation*, Oxford 2016, s. 290–315; B. Penn (w:) *McKnight, Paterson and Zakrzewski on The Law of International Finance*, eds. S. Paterson, R. Zakrzewski, Oxford 2017, s. 61–109; K. Liberadzki, M. Liberadzki: *Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Shares: Instruments, Regulation, Management*, Cham 2019, s. 2–13; J. Dybiński (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 1429–1437; P. Manikowski, R. Matuła: *Analiza wypłacalności zakładów ubezpieczeń w Solvency II na przykładzie wybranych ubezpieczycieli*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2018, z. 2, s. 206–210.

<sup>10</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z 2013 r., s. 338 ze zm.).

<sup>11</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2002/87/WE, 2009/65/WE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE i 2014/65/UE (Dz. Urz. UE L 314 z 2019 r., s. 64 ze zm.).

<sup>12</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (Dz. Urz. UE L 314 z 2019 r., s. 1 ze zm.).

maklerskie) czy Solvency II<sup>13</sup> (np. krajowe zakłady ubezpieczeń)<sup>14</sup>. Przykładowo, bank emitujący obligacje kapitałowe, które zostaną zakwalifikowane jako instrumenty AT1, podwyższa swój współczynnik kapitału Tier 1<sup>15</sup>, który zgodnie z art. 92 ust. 1 lit b. CRR, do którego odsyła art. 128 ust. 1 pkt 1 prawa bankowego<sup>16</sup>, powinien utrzymywać się na poziomie co najmniej 6%.

Obligacje kapitałowe to instrumenty hybrydowe, łączące w sobie cechy instrumentów zaliczanych do kapitału własnego (takich jak akcje) i instrumentów dłużnych<sup>17</sup>. Do czasu wystąpienia zdarzenia inicjującego określonego w WEO obligatariusz otrzymuje odsetki (chyba że zostaną umorzone zgodnie z art. 27f u.o.<sup>18</sup>) i ma roszczenie, wymagalne jednak dopiero po ogłoszeniu upadłości albo otwarciu likwidacji emitenta (art. 74c u.o.), o wykupienie obligacji. Emitent może też wykupić obligacje wcześniej, zgodnie z art. 74a u.o. Z chwilą wystąpienia zdarzenia inicjującego określonego w WEO (czyli w uproszczeniu z chwilą spadku poziomu funduszy lub środków własnych emitenta poniżej pewnego poziomu<sup>19</sup>) ujawnia się hybrydowa natura obligacji kapitałowych. Następuje wtedy umorzenie długu emitenta względem obligatariusza (w formie odpisu albo odliczeń) albo zamiana obligacji kapitałowych na akcje emitenta<sup>20</sup> (art. 27k ust. 1, art. 27l ust. 1 pkt 1 u.o.), czyli konwersja długu na kapitał<sup>21</sup>.

### 3. PODWYŻSZENIE KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO W DRODZE ZAMIANY OBLIGACJI KAPITAŁOWYCH NA AKCJE

Podwyższenie kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje wiąże się z podjęciem wielu uchwał. Najpierw walne zgromadzenie akcjo-

<sup>13</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyłącalność II) (wersja przekształcona) (Dz. Urz. UE L 335 z 2009 r., s. 1 ze zm.).

<sup>14</sup> Przekłada się to bezpośrednio na krąg uprawnionych do emisji obligacji kapitałowych (art. 27b u.o.). Niektórzy emitenci nie mogą emitować obligacji kapitałowych zamiennych na akcje (art. 27k ust. 2 i art. 27l ust. 2 u.o.).

<sup>15</sup> W. Janowski: *Umowa...*, op. cit., s. 93.

<sup>16</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 2324 ze zm.).

<sup>17</sup> R. Chybiński: *Innowacyjne papiery wartościowe — nowe spojrzenie na problem finansowania banków komercyjnych*, Przegląd Prawa Publicznego 2023, nr 4, s. 84–85.

<sup>18</sup> Na temat umorzenia odsetek przy instrumentach AT1 zob. A. Kowalski: *Anulowanie wypłaty odsetek wynikających z obligacji AT1 — ramy regulacyjne*, internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny 2019, nr 7, s. 58–69.

<sup>19</sup> Zob. art. 54 ust. 1 lit. a–b CRR oraz art. 71 ust. 8 rozporządzenia delegowanego 2015/35.

<sup>20</sup> W przypadku zdarzenia inicjującego, o którym mowa w rozporządzeniu delegowanym 2015/35, możliwe jest zastosowanie innego mechanizmu pokrywania strat (art. 27h ust. 1 pkt 2 lit. b u.o.).

<sup>21</sup> W WEO emitent musi wybrać jeden mechanizm pokrywania strat w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego. Stanowisko takie uzasadnia posłużenie się przez ustawodawcę funktorem „albo” (O. Nawrot: *Wprowadzenie do logiki dla prawników*, Warszawa 2020, s. 135; Z. Ziemiński: *Logika praktyczna*, Warszawa 2002, s. 87; E. Żarnańska-Białą: *Mała logika. Podstawy logicznej analizy tekstów, wnioskowania i argumentacji*, Kraków 2006, s. 43–44) w art. 27h ust. 1 pkt 2 u.o. oraz konieczność zapewnienia, aby mechanizm umorzenia lub konwersji miał charakter automatyczny (zob. uwagi w dalszej części tekstu).

nariuszy (dalej: WZA) musi podjąć uchwałę o zmianie statutu, aby wprowadzić do niego uprawnienie do emitowania obligacji kapitałowych (art. 27a u.o.), chyba że statut już je zawiera. Następnie WZA podejmuje uchwałę o emisji obligacji kapitałowych (art. 27n u.o.). W tej samej lub w odrębnej uchwale<sup>22</sup> (w znaczeniu formalnym, rozumianym jako wynik głosowania<sup>23</sup>) trzeba pozbawić akcjonariuszy prawa poboru akcji, które zostaną wyemitowane w zamian za obligacje kapitałowe (art. 21 u.o.). W znaczeniu materialnym (rozumianym jako oświadczenie przypisywane spółce<sup>24</sup>) uchwała o pozbawieniu akcjonariuszy prawa poboru jest odrębną uchwałą<sup>25</sup>. Równolegle WZA powinno podjąć uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego określonego w WEO, zawierającą upoważnienie zarządu do przyznania akcji w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego (art. 454<sup>1</sup> § 1 i 2 k.s.h.)<sup>26</sup>.

Po podjęciu uchwał WZA do podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje potrzebne jest wyemitowanie obligacji kapitałowych, wystąpienie zdarzenia inicjującego i podjęcie uchwały przez zarząd emitenta o przyznaniu akcji (art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h.). Jako że względem obligacji kapitałowych też przysługuje prawo poboru (art. 433 § 1 w zw. z art. 433 § 6 k.s.h.), to w praktyce WZA przed emisją będzie podejmowało jeszcze uchwałę o jego wyłączeniu (art. 433 § 2 w zw. z art. 433 § 6 k.s.h.)<sup>27</sup>.

#### 4. OBOWIĄZEK PODJĘCIA PRZEZ ZARZĄD UCHWAŁY O PRYZNANIU AKCJI

Uchwała zarządu o przyznaniu akcji zastępuje objęcie akcji przy warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego<sup>28</sup>. Specyfika podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje wymusiła odejście od

<sup>22</sup> M. Dyl (w:) *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, Legalis 2019, art. 21, nb 7; S. Syp (w:) A. Stokłosa, S. Syp: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 21, s. 245–246; J. Krzyżkowska (w:) J. Krzyżkowska, A. Piskorz, B. Stępień, P. Szpytka: *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, art. 21, s. 88–89.

<sup>23</sup> P. Ochmann: *Możliwości stwierdzenia nieważności części uchwały w świetle konstrukcji nieważności wadliwych uchwał*, Przegląd Sądowy 2019, nr 10, s. 74.

<sup>24</sup> *Ibidem*.

<sup>25</sup> R.P. Woźniak: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, art. 21, s. 87; I. Weiss (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 434.

<sup>26</sup> M. Bieniak (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, M. Wawer, R. Zawłocki: *Kodeks...*, *op. cit.*, art. 454<sup>2</sup>, nb 4.

<sup>27</sup> S. Syp (w:) A. Stokłosa, S. Syp: *Ustawa...*, *op. cit.*, art. 21, s. 243–246; J. Krzyżkowska (w:) J. Krzyżkowska, A. Piskorz, B. Stępień, P. Szpytka: *Ustawa...*, *op. cit.*, art. 21, s. 90.

<sup>28</sup> Druk sejmowy..., *op. cit.*, Raport z konsultacji, s. 209; M. Bieniak (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, M. Wawer, R. Zawłocki: *Kodeks...*, *op. cit.*, art. 454<sup>2</sup>, nb 5.

rozwiązania z art. 451 § 1 k.s.h. (składania przez obligatariuszy oświadczeń o objęciu akcji). Zgodnie bowiem z art. 52 ust. 1 lit. n CRR instrumenty można zakwalifikować jako instrumenty AT1, jeżeli przepisy regulujące dane instrumenty **wymagają** (ang. *require*, niem. *muss bei*, fr. *exigent que*), z chwilą wystąpienia zdarzenia inicjującego, dokonania trwałego lub tymczasowego odpisu obniżającego wartość kwoty głównej instrumentów lub zamiany tych instrumentów na instrumenty w kapitale podstawowym Tier I. Podobnie stanowcze brzmienie ma rozporządzenie delegowane 2015/35. Zgodnie z jego art. 71 ust. 1 lit. e (ii) pozycja podstawowych środków własnych **automatycznie zamienia się** (ang. *automatically converts*, niem. *ausgeföhrt automatisch*, fr. *la conversion automatique*) w pozycję podstawowych środków własnych wymienioną w art. 69 lit. a ppkt (i) lub (ii) zgodnie z ust. 6.

Z uwagi na powyższe<sup>29</sup> i wykładnię celowościową ustawy z 14 kwietnia 2023 r.<sup>30</sup> przyjąć należy, że zarząd nie dysponuje swobodą decyzyjną odnośnie do zamiany obligacji kapitałowych na akcje. Innymi słowy, art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h. nakłada na zarząd obowiązek podjęcia uchwały po wystąpieniu zdarzenia inicjującego<sup>31</sup>. Przemawia za tym też treść art. 27k ust. 1 i art. 27l ust. 1 pkt 1 u.o. („emitent [...] dokonuje”) oraz art. 54 ust. 5 lit. c CRR, zgodnie z którym zamiana obligacji kapitałowych na akcje powinna nastąpić w terminie miesiąca od wystąpienia zdarzenia inicjującego.

## 5. NIEPODJĘCIE I ZBYT PÓŹNE PODJĘCIE UCHWAŁY O PRYZNANIU AKCJI

Wyobrazić sobie można sytuację, w której zarząd pomimo stanowczej treści art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h. nie podejmuje uchwały o przyznaniu akcji lub podejmuje ją z opóźnieniem. Dokonanie zamiany obligacji kapitałowych na akcje przełoży się bowiem na koszt późniejszych emisji (wysokość odsetek, którą trzeba zaoferować, aby obligacje znalazły nabywców<sup>32</sup>) oraz zmianę struktury akcjonariatu. Na problem można spojrzeć z trzech perspektyw: spółki, akcjonariusza i obligatariusza.

<sup>29</sup> Zob. też Druk sejmowy..., *op. cit.*, Uzasadnienie, s. 17; EBA: *Report on the monitoring of Additional Tier 1 (AT1), Tier 2 And TLAC/MREL eligible liabilities instruments of European Union (EU) Institutions — update*, 2023, s. 38.

<sup>30</sup> W. Janowski: *Umowa...*, *op. cit.*, s. 95.

<sup>31</sup> Tak też M. Bieniak (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, M. Wawer, R. Zawłocki: *Kodeks...*, *op. cit.*, art. 454<sup>4</sup>, nb 1.

<sup>32</sup> Wskazuje na to reakcja rynku na umorzenie obligacji AT1 Credit Suisse; por. N. Asgari, O. Walker, H. Clarfelt: *Credit Suisse sale 'forever impairs' ability of banks to issue AT1s, investors warn*, Financial Times (online <https://www.ft.com/content/152c586e-1983-4096-a40b-7c003f53f166>; dostęp: 5 lutego 2024 r.). Ogólnie odnośnie do wyceny obligacji zob. np. W. Grabowski (w:) *Ekonomia dla prawników i nie tylko*, pod red. M. Bednarskiego, J. Wilkina, Warszawa 2003, s. 167.

## 5.1. PERSPEKTYWA SPÓŁKI

Jeżeli w następstwie opóźniania się zarządu w podjęciu uchwały wystąpi szkoda w majątku spółki, to członkowie zarządu mogą odpowiadać na podstawie art. 483 § 1 k.s.h.<sup>33</sup> Przepis ten stanowi, że członek zarządu, rady nadzorczej oraz likwidator odpowiada wobec spółki za szkodę wyrządzoną działaniem lub zaniechaniem sprzecznym z prawem lub postanowieniami statutu spółki, chyba że nie ponosi winy. Niepodjęcie uchwały w terminie jest sprzeczne z prawem (art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h.). Szkoda po stronie spółki może powstać na przykład, jeżeli zostanie ona pozwana przez obligatariusza. Stwierdzenie braku winy wymagałoby ustalenia, że członkowi zarządu nie można postawić zarzutu, że jego zachowanie było nieprawidłowe (np. nie wiedział on i przy zachowaniu należytej staranności nie mógł wiedzieć, że zdarzenie inicjujące nastąpiło i uchwała o przyznaniu akcji powinna zostać podjęta)<sup>34</sup>. Alternatywną podstawę odpowiedzialności członka zarządu może stanowić art. 415 kodeksu cywilnego<sup>35</sup> (zgodnie z art. 490 k.s.h.<sup>36</sup>), przy czym wybór tej podstawy będzie dla spółki niekorzystny, z uwagi na inny rozkład ciężaru dowodu (art. 483 § 1 k.s.h. zawiera domniemanie winy<sup>37</sup>). Możliwa jest też odpowiedzialność członka zarządu na podstawie umowy (np. o pracę<sup>38</sup> lub o świadczenie usług) zawartej ze spółką<sup>39</sup>. Zaznaczyć należy, że dochodzenie roszczeń na podstawie przepisów kodeksu pracy<sup>40</sup> jest dla spółki niekorzystne, w związku z ograniczeniami dotyczącymi tego reżimu (zob. art. 119 i 122 k.p.).

## 5.2. PERSPEKTYWA AKCJONARIUSZA

Względem akcjonariusza członkowie zarządu nie odpowiadają na podstawie kodeksu spółek handlowych. Teoretycznie możliwe jest natomiast ponoszenie przez

<sup>33</sup> Szerzej na temat art. 483 k.s.h. zob. A. Łatała-Kremer: *Odpowiedzialność cywilna członków organów spółki akcyjnej za decyzje gospodarcze względem spółki w perspektywie prawnoporównawczej*, Warszawa 2023, s. 51–180 wraz z powołaną tam literaturą.

<sup>34</sup> Zob. np. P. Machnikowski (w:) *System prawa prywatnego*, t. 6, *Prawo zobowiązań — część ogólna*, pod red. A. Olejniczaka, Warszawa 2023, s. 464–479.

<sup>35</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1061 ze zm.); dalej: k.c.

<sup>36</sup> Wyrok SN z dnia 15 czerwca 2005 r., IV CK 731/04, OSP 2007, z. 9, poz. 103, s. 642; A. Opalski (w:) *Kodeks spółek handlowych*, t. IIIB, *Spółka akcyjna. Komentarz. Art. 393–490*, pod red. A. Opalskiego, Legalis 2016, art. 483, nb 9. Odmienne K. Bilewska: *Dochodzenie roszczeń spółki kapitałowej przez jej współników (actio pro socio)*, Warszawa 2008, s. 144.

<sup>37</sup> Wyrok SN z dnia 10 listopada 2004 r., II CK 186/04, LEX nr 197641.

<sup>38</sup> Ł. Pisarczyk: *Pracownicza odpowiedzialność członków zarządu w spółkach kapitałowych*, Praca i Zabezpieczenie Społeczne 1999, nr 1, s. 26–27. Odmienne A. Nowak: *Bezprawność zachowania jako przesłanka odpowiedzialności odszkodowawczej członka zarządu spółki kapitałowej*, Z Problematyki Prawa Pracy i Polityki Socjalnej 2008, t. 17, s. 19.

<sup>39</sup> A. Opalski (w:) *Kodeks...*, op. cit., art. 483, nb 8.

<sup>40</sup> Ustawa z dnia 26 czerwca 1974 r. — Kodeks pracy (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 1465 ze zm.); dalej: k.p.

nich odpowiedzialności na zasadach ogólnych (art. 490 k.s.h.), w tym na podstawie art. 415 k.c. Wydaje się jednak, że z zasady szkoda po stronie akcjonariusza będzie tzw. szkodą udziałową, refleksem szkody powstałej w majątku spółki (spadek wartości akcji). Choć kwestia ta jest kontrowersyjna<sup>41</sup>, to trzeba przyjąć, że w takim przypadku akcjonariuszowi nie służy roszczenie względem członków zarządu, a ochronę zapewniają mu przepisy o *actio pro socio* (art. 486 k.s.h.). Wynika to z ogólnej zasady kompensowania jedynie szkód bezpośrednich<sup>42</sup> oraz z tego, że szkoda powstająca w majątku spółki nie pogarsza bilansu jej aktywów i pasywów, jako iż na rzecz spółki powstaje roszczenie odszkodowawcze odpowiadające wysokości szkody<sup>43</sup>. Jeżeli wystąpi stan faktyczny, w którym szkoda akcjonariusza nie będzie szkodą udziałową (refleksową), to akcjonariusz może dochodzić odszkodowania od członków zarządu w oparciu o art. 415 k.c.<sup>44</sup>

### 5.3. PERSPEKTYWA OBLIGATARIUSZA

Względem obligatariusza z reguły odpowiadać będzie spółka (emitent obligacji). Obligacje inkorporują bowiem w siebie wierzytelność obligatariusza w stosunku do emitenta<sup>45</sup>. Wykazałem już, że zarząd emitenta obligacji kapitałowych polegających zamianę na akcje ma obowiązek podjęcia uchwały o przyznaniu akcji w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego. Podjęcie uchwały stanowi sposób wykonania obowiązku emitenta do zamiany obligacji na akcje, który wynika z treści WEO (art. 27h ust. 1 pkt 2 u.o.) i jest elementem stosunku zobowiązaniowego<sup>46</sup> łączącego emitenta i obligatariusza (art. 5 ust. 1 u.o.). Po bezskutecznym upływie terminu z art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h. obligatariusz może więc żądać wykonania tego obowiązku przez emitenta, czyli podjęcia uchwały o przyznaniu akcji w zamian za

<sup>41</sup> Zob. M. Pelczyński: *Kompensacja szkody udziałowej — szkody wspólnika uzależnionej od szkody spółki (cz. I)*, Monitor Prawniczy 2018, nr 18, s. 975–976 i powołaną tam literaturę oraz orzecznictwo.

<sup>42</sup> Tak m.in. M. Kaliński: *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego — polemika*, Przegląd Prawa Handlowego 2007, nr 9, s. 52–54; M. Olechowski: *O relacji między szkodą poniesioną przez spółkę akcyjną a szkodą poniesioną przez akcjonariusza — polemika*, Przegląd Prawa Handlowego 2007, nr 9, s. 55–56; K. Bilewska: *Dochodzenie...*, *op. cit.*, s. 71–73. Odmienne m.in. A. Chłopecki: *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego*, Przegląd Prawa Handlowego 2007, nr 5, s. 11–13; M. Pelczyński: *Zakres kompensacji — krytyka koncepcji szkód pośrednich (cz. II)*, Monitor Prawniczy 2017, nr 18, s. 975–983.

<sup>43</sup> M. Olechowski: *O relacji...*, *op. cit.*, s. 57. Odmienne M. Pelczyński: *Kompensacja...*, *op. cit.*, s. 978–979. Stanowisko M. Pelczyńskiego nie przekonuje, bo czym innym jest szkoda spółki, której miałaby odpowiadać szkoda w majątku akcjonariusza, a czym innym spadek wartości akcji wynikający z oceny sytuacji spółki przez rynek.

<sup>44</sup> Zob. np. M. Olechowski: *O relacji...*, *op. cit.*, s. 58.

<sup>45</sup> I. Weiss (w.): *System...*, *op. cit.*, s. 375; L. Sobolewski (w.): *Prawo gospodarcze i handlowe*, t. 4, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. S. Włodyki, Warszawa 2004, s. 342.

<sup>46</sup> Na temat charakteru WEO zob. T. Sójka (w.): *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 256–257.

obligacje kapitałowe na warunkach określonych w uchwale o emisji (art. 27n ust. 2 u.o.), oraz odszkodowania na zasadach ogólnych (art. 471 i 477 k.c.)<sup>47</sup>. Zastosowanie w takim przypadku znajdzie też art. 64 k.c. w zw. z art. 1047 § 1 kodeksu postępowania cywilnego<sup>48</sup>. Obowiązek podjęcia uchwały o przyznaniu akcji wynika z treści WEO oraz z przepisów kodeksu spółek handlowych<sup>49</sup>, jej treść jest określona (w uchwale o emisji — art. 27n ust. 2 u.o.)<sup>50</sup> i należy ją uznać za oświadczenie woli spółki<sup>51</sup>. W świetle art. 443 k.c. obligatariusz może alternatywnie żądać odszkodowania od członków zarządu na podstawie art. 415 k.c.<sup>52</sup>, a od samej spółki na podstawie art. 415 w zw. z art. 416 k.c.<sup>53</sup> Zbieg podstaw odpowiedzialności nie może prowadzić do otrzymania przez obligatariusza czegokolwiek ponad naprawienie szkody (zasada restytucji)<sup>54</sup>.

## 6. ZBYT WCZESNE PODJĘCIE UCHWAŁY O PRYZNANIU AKCJI

Istotne jest też, co dzieje się, kiedy uchwała o przyznaniu akcji zostaje podjęta przed wystąpieniem zdarzenia inicjującego. Może to nastąpić na przykład w przypadku pomyłki rachunkowej w obliczaniu poziomu funduszy (środków) własnych emitenta, czy gdy zarząd chce zmienić strukturę akcjonariatu w spółce.

<sup>47</sup> M. Bławat, P. Machnikowski (w:) *Zobowiązania. Przepisy ogólne i powiązane przepisy księgi I KC*, t. I, Komentarz, pod red. P. Machnikowskiego, Legalis 2022, art. 64, nb 9.

<sup>48</sup> Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 1550 ze zm.). W literaturze kwestia ta jest dyskutowana, z tym że przede wszystkim w odniesieniu do uchwał WZA — stąd część prezentowanych argumentów jest w stosunku do uchwał zarządu nieadekwatna. Za możliwością stosowania art. 64 k.c. do uchwał m.in. M. Fras: *Wzajemna relacja pomiędzy art. 64 kodeksu cywilnego a art. 624 kodeksu spółek handlowych — próba oceny*, Palestra 2008, z. 3–4, s. 9–20; A. Janiak (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. I, Część ogólna, pod red. A. Kidyby, Warszawa 2012, art. 64, s. 416; M. Jasiakiewicz: *Wybrane problemy stosowania art. 64 k.c. do uchwał przymusowych niepodjętych przez zgromadzenie wspólników spółki kapitałowej*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 10, s. 45–48. Zob. też w literaturze niemieckiej R. Bork, K. Oepen: *Schutz des GmbH-Minderheitsgesellschafters vor der Mehrheit bei der Gewinnverteilung*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, nr 2, s. 250–251, oraz odnośnie do pojedynczego głosu M. Spyra: „Związanie” prawa głosu w spółce akcyjnej. *Dopuszczalność, konstrukcja, skuteczność*, Transformacje Prawa Prywatnego 2000, nr 3, s. 98–99. Odmiennie m.in. A. Opalski: *Kapitał zakładowy, zysk, umorzenie*, Warszawa 2002, s. 108; I. Gębusia: *Niezastępowalny charakter uchwał organów spółek*, Monitor Prawa Handlowego 2013, nr 4, s. 39–43. Jasnego stanowiska nie zajmuje M. Miedziński: *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed nieuzasadnioną tezuracją zysku spółki*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2017, z. 1, s. 125–126.

<sup>49</sup> Por. Z. Radwański, K. Mularski (w:) *System prawa prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. Z. Radwańskiego, A. Olejniczaka, Warszawa 2019, s. 399–404.

<sup>50</sup> Por. A. Janiak (w:) *Kodeks...*, *op. cit.*, art. 64, s. 414–415.

<sup>51</sup> M. Fras: *Wzajemna relacja...*, *op. cit.*, s. 13.

<sup>52</sup> Wyrok SN z dnia 21 maja 2015 r., IV CSK 539/14, Legalis nr 1310270.

<sup>53</sup> Art. 416 k.c. obejmuje też zaniechanie; zob. M. Zelek (w:) *Kodeks cywilny*, t. II, *Komentarz. Art. 353–626*, pod red. M. Gutowskiego, Legalis 2022, art. 416, nb 7.

<sup>54</sup> M. Kaliński (w:) *System prawa prywatnego*, t. 6, *Prawo zobowiązań — część ogólna*, pod red. A. Olejniczaka, Warszawa 2023, s. 177.

## 6.1. CHARAKTER PRAWNY UCHWAŁY O PRYZYNNANIU AKCJI

Zgodnie z dominującym poglądem charakter prawny uchwał organów spółek kapitałowych jest niejednorodny<sup>55</sup>. Za czynności prawne uznaje się te uchwały, które powinny prowadzić do powstania, zmiany lub ustania stosunku cywilnoprawnego<sup>56</sup> i tak potraktować trzeba uchwałę zarządu o przyznaniu akcji. Jej podjęcie daje bowiem efekt analogiczny do złożenia przez uprawnionego z obligacji zamiennych oświadczenia o objęciu akcji. Złożenie oświadczenia powoduje zmianę stosunku zobowiązaniowego z obligacji i powstanie cywilnoprawnego obowiązku przyznania akcji po stronie emitenta<sup>57</sup>, a więc stanowi ono czynność prawną<sup>58</sup>. Skoro uchwała o przyznaniu akcji wywołuje analogiczne skutki, to też jest czynnością prawną.

## 6.2. PRZEDWCZESNA UCHWAŁA O PRYZYNNANIU AKCJI JAKO UCHWAŁA SPRZECZNA Z USTAWĄ

Aprobusz odróżnienie przepisów od wyprowadzanych z nich norm prawnych<sup>59</sup>, stwierdzić należy, że z art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h. wynikają dwie normy. Pierwsza nakazuje zarządowi podjąć uchwałę o przyznaniu akcji w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego i przyznaje mu do tego kompetencję. *A contrario*, druga zakazuje mu podejmowania takiej uchwały w przypadku, kiedy zdarzenie inicjujące nie wystąpiło. Wnioskowanie z przeciwności jest uprawnione, ponieważ (i) wiemy, do jakiej sy-

<sup>55</sup> Zob. W. Popiolek: *Charakter prawny uchwał wspólników i organów spółek handlowych*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 9, s. 11–17; S. Sołtysiński, P. Moskwa (w.): *System prawa prywatnego*, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2016, s. 695–701; P. Ochman: *Uchwały nieistniejące wobec sankcji nieważności wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, Warszawa 2018, s. 3–13 i powołaną tam literaturę.

<sup>56</sup> Tak m.in. B. Ziemianin: *Charakter prawny uchwał kolegiacyjnych organów osób prawnych*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 9, s. 48; U. Ernst, A. Rachwał, F. Zoll: *Prawo cywilne. Część ogólna*, Warszawa 2013, s. 63; P. Antoszek: *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009, s. 27; P. Ochman: *Uchwały...*, op. cit., s. 36–37; Z. Radwański, J. Grykiel (w.): *System prawa prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. Z. Radwańskiego, A. Olejniczaka, Warszawa 2019, s. 257. Odmienne wyrok SA w Katowicach z dnia 5 listopada 2009 r., V ACa 352/09, LEX nr 599725; A.W. Wiśniewski: *Prawo o spółkach*, t. 3, Warszawa 1993, s. 215–216. Stanowisko J. Frąckowiaka w tej kwestii podlegało ewolucji; zob. J. Frąckowiak: *Handlowe czynności kreujące*, Przegląd Prawa Handlowego 2008, nr 12, s. 4–15; J. Frąckowiak: *Uchwały organów spółki kapitałowej a czynności prawne dokonywane przez tę spółkę* (w:) *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, pod red. M. Modrzejewskiej, Warszawa 2011, s. 109–124; J. Frąckowiak: *Charakter prawny uchwał organów spółek kapitałowych a ich zaskarżalność*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 9, s. 26–33; J. Frąckowiak: *Uchwała zgromadzenia wspólników spółki kapitałowej jako czynność prawna wewnątrzkorporacyjna*, Przegląd Prawa Handlowego 2018, nr 9, s. 19–26.

<sup>57</sup> M. Dyl (w.): *Ustawa...*, op. cit., art. 19, nb 26; R.P. Woźniak: *Ustawa...*, op. cit., art. 19, s. 78; T. Sójka (w.): *System...*, op. cit., s. 267; A. Nowacki: *Uprawnienia obligatariusza obligacji zamiennej i obligacji z prawem pierwszeństwa*, Przegląd Prawa Handlowego 2019, nr 6, s. 6.

<sup>58</sup> Zob. Z. Radwański, K. Mularski (w.): *System...*, op. cit., s. 59–60.

<sup>59</sup> Zob. np. Z. Radwański, M. Zieliński (w.): *System prawa prywatnego*, t. 1, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. M. Safjana, Warszawa 2012, s. 370–371.

tuacji ograniczone jest zastosowanie pierwszej z norm — do sytuacji po wystąpieniu zdarzenia inicjującego; oraz (ii) wiemy, że zarządowi przyznano kompetencję do podjęcia uchwały o przyznaniu akcji tylko po to, żeby mógł on doprowadzić do zamiany obligacji kapitałowych na akcje po wystąpieniu zdarzenia inicjującego, zgodnie z wymogami z CRR i rozporządzenia delegowanego 2015/35<sup>60</sup>. Przedwczesna uchwała o przyznaniu akcji jest sprzeczna z drugą z norm. Zgodnie z art. 58 § 1 k.c. czynność prawna sprzeczna z ustawą (dekodowaną z ustawy normą prawną<sup>61</sup>) jest nieważna, chyba że właściwy przepis przewiduje inny skutek. Żaden przepis nie przewiduje innego skutku podjęcia uchwały o przyznaniu akcji pomimo niewystąpienia zdarzenia inicjującego, a więc przedwczesna uchwała o przyznaniu akcji jest nieważna. Do tego samego wniosku prowadzi przyjęcie, że art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h. określa szczególną kompetencję zarządu do podjęcia uchwały o przyznaniu akcji, poza granicami której zarząd działa w przypadku podjęcia uchwały przed wystąpieniem zdarzenia inicjującego<sup>62</sup>. Potwierdzenie nieważności uchwały może nastąpić w trybie art. 189 k.p.c.<sup>63</sup>, pozwana powinna zostać spółka<sup>64</sup>, a wyrok sądu ma charakter deklaratoryjny<sup>65</sup>.

*Prima facie* konsekwencją nieważności uchwały o przyznaniu akcji jest niepowstanie praw z akcji i dalsze istnienie obligacji kapitałowych<sup>66</sup>. Takie ujęcie jest jednak problematyczne, jeżeli dojdzie do wykonania nieważnej uchwały zarządu. Z uwagi na ramy artykułu dalsze uwagi odnosić się będą do obligacji kapitałowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych prowadzonym na podstawie przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>67</sup>. Inne możliwe rozwiązania obrazują przepisy art. 454<sup>5</sup> k.s.h.

### 6.3. KONSEKWENCJE NIEWAŻNOŚCI UCHWAŁY O PRYZNANIU AKCJI DLA OBLIGATARIUSZA

Z brzmienia art. 454<sup>4</sup> § 1 i art. 454<sup>5</sup> k.s.h. wynika, że przed zarejestrowaniem akcji „przyznaczonych”<sup>68</sup> w rejestrze akcjonariuszy lub w depozycie papierów wartościowych

<sup>60</sup> Zob. E. Waśkowski: *Teoria wykładni prawa cywilnego*, Warszawa 1936, s. 148–156.

<sup>61</sup> P. Sobolewski (w.): *Kodeks cywilny. Komentarz*, pod red. W. Borysiaka, Legalis 2023, art. 58, nt 27; wyrok SN z dnia 29 marca 2006 r., IV CK 411/05, Legalis nr 108238.

<sup>62</sup> P. Machnikowski (w.): *Kodeks cywilny. Komentarz*, pod red. E. Gniewka, P. Machnikowskiego, Legalis 2023, art. 58, nb 10.

<sup>63</sup> Uchwała SN (7) z dnia 18 września 2013 r., III CZP 13/13, OSNC 2014, nr 3, poz. 23.

<sup>64</sup> Zob. np. stan faktyczny w sprawie będącej podstawą wyroku SN z dnia 3 kwietnia 2014 r., V CSK 300/13, OSNC-ZD 2015, nr 3, poz. 33.

<sup>65</sup> A. Góra-Błaszczkowska (w.): *System prawa procesowego cywilnego*, t. II, cz. 2, *Postępowanie procesowe przed sądem pierwszej instancji*, pod red. T. Erecińskiego, T. Wiśniewskiego, Warszawa 2016, s. 622.

<sup>66</sup> Por. L. Sobolewski: *Unieważnienie akcji dopuszczonych do publicznego obrotu*, Przegląd Prawa Handlowego 1996, nr 12, s. 2.

<sup>67</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 646 ze zm.); dalej: u.o.i.f.

<sup>68</sup> Posługuję się cudzysłowem, aby zaznaczyć, że przyznanie akcji było nieważne.

wych dochodzi do wyrejestrowania obligacji kapitałowych z depozytu papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę treść art. 7 ust. 1 u.o.i.f., z jednej strony można mieć wątpliwości, czy w tym momencie istnieją jeszcze prawa z obligacji kapitałowych. Z drugiej strony pojawia się pytanie o istnienie akcji „przyznaczonych” i wpisanych na rachunek papierów wartościowych obligatariusza lub do rejestru akcjonariuszy.

W odniesieniu do problemu pierwszego należy stwierdzić, że wyrejestrowanie obligacji kapitałowych z depozytu papierów wartościowych na podstawie nieważnej uchwały o przyznaniu akcji nie może prowadzić do wygaśnięcia praw z tych obligacji. Prowadzący depozyt papierów wartościowych zgodnie z art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (dalej: KDPW) nie jest stroną stosunku zobowiązaniowego z obligacji, a w konsekwencji nie ma samodzielnej kompetencji do modyfikacji lub zakończenia tego stosunku<sup>69</sup>. Taki wniosek wypływa też z wykładni systemowej. Niespójna i niezgodna z zasadą równości (art. 32 Konstytucji RP<sup>70</sup>) jest koncepcja, w myśl której utrata papieru wartościowego dokumentowego nie prowadzi do wygaśnięcia inkorporowanych w nim praw (art. 11 ust. 1 dekretu o umarzaniu utraconych dokumentów<sup>71</sup>), ale wyrejestrowanie zdematerializowanego papieru wartościowego z depozytu papierów wartościowych bez podstawy prawnej już taki skutek wywołuje. Cechą istotną uzasadniającą wprowadzenie takiego rozróżnienia<sup>72</sup> nie może być zastąpienie dokumentu zapisem na rachunku papierów wartościowych, ponieważ w odniesieniu do zapisu również występuje potrzeba zapewnienia ochrony osobie materialnie uprawnionej z papieru wartościowego przed niemożnością wykonania uprawnień z tego papieru<sup>73</sup>. Skoro utrata papieru wartościowego dokumentowego nie prowadzi do wygaśnięcia inkorporowanych w nim praw, to tak samo nie prowadzi do wygaśnięcia praw ze zdematerializowanego papieru wartościowego nieprawidłowe wyrejestrowanie go z depozytu papierów wartościowych.

Podobnie ocenić należy wpisanie akcji „przyznaczonych” na rachunek papierów wartościowych obligatariusza lub do rejestru akcjonariuszy<sup>74</sup>. Do powstania akcji w przypadku podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje wymagane jest nie tylko zapisanie ich na rachunku papierów wartościowych czy wpisanie ich do rejestru akcjonariuszy (art. 454<sup>4</sup> § 2 k.s.h.), lecz

<sup>69</sup> A. Chłopecki (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 903; T. Sójka: *Wpis na rachunek papierów wartościowych*, *Monitor Prawa Bankowego* 2014, nr 7–8, s. 113 i 115; M. Godlewski: *Nabycie akcji zdematerializowanych od nieuprawnionego*, Warszawa 2021, s. 271–272.

<sup>70</sup> Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. Nr 78, poz. 483 ze zm.).

<sup>71</sup> Dekret z dnia 10 grudnia 1946 r. o umarzaniu utraconych dokumentów (Dz. U. z 1947 r. Nr 5, poz. 20).

<sup>72</sup> Zob. np. P. Tuleja (w:) *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, pod red. P. Tulei, Warszawa 2023, art. 32, s. 127.

<sup>73</sup> Zob. F. Zoll: *Klauzule dokumentowe*, Warszawa 2001, s. 143; F. Zoll (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 91.

<sup>74</sup> A. Chłopecki (w:) *System...*, *op. cit.*, s. 903; T. Sójka: *Wpis...*, *op. cit.*, s. 115; M. Godlewski: *Nabycie...*, *op. cit.*, s. 271–272.

także (między innymi)<sup>75</sup> podjęcie przez zarząd emitenta ważnej uchwały o przyznaniu akcji (art. 454<sup>4</sup> § 1 k.s.h.)<sup>76</sup>, co w analizowanej sytuacji nie ma miejsca. Potwierdza to art. 454<sup>4</sup> § 2 k.s.h., który mówi o tym, że przyznanie akcji **staje się skuteczne** z chwilą dokonania wpisu w rejestrze akcjonariuszy, a w przypadku spółki, której akcje są zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych — z chwilą ich zapisania na rachunku papierów wartościowych lub rachunku zbiorczym, a nie o tym, że przyznanie akcji wtedy **następuje**. Nie ma podstawy normatywnej dla twierdzenia, że wpis na rachunek papierów wartościowych lub do rejestru akcjonariuszy ten brak sanuje. Z tego wynika, że w następstwie samego wpisu akcje nie powstają.

W związku z powyższym, w przypadku wykonania nieważnej uchwały zarządu, KDPW powinien, przy współdziałaniu z uczestnikami depozytu papierów wartościowych (art. 51 ust. 1 u.o.i.f.), (i) doprowadzić do ponownego zapisania obligacji kapitałowych na rachunkach papierów wartościowych obligatariuszy oraz (ii) doprowadzić do wykreślenia zapisów na rachunkach obligatariuszy dotyczących akcji „przyznaczonych”<sup>77</sup>. Podstawy prawnej dla obciążenia KDPW powyższymi obowiązkami można poszukiwać w art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., zgodnie z którymi do zadań KDPW należy prowadzenie depozytu papierów wartościowych. Sposób realizacji tego obowiązku dookreśla regulamin KDPW<sup>78</sup>, który przewiduje, że ewidencja papierów wartościowych jest prowadzona między innymi zgodnie z zasadą rzetelności (§ 51 ust. 1 pkt 6 regulaminu KDPW). Zasada rzetelności oznacza wymóg pełnego i zgodnego ze stanem faktycznym ewidencjonowania operacji dotyczących papierów wartościowych (§ 51 ust. 7 regulaminu KDPW). Skoro zamiana obligacji kapitałowych na akcje z perspektywy prawnej (odmiennie niż z perspektywy technicznej) nie nastąpiła, to ewidencja będzie prowadzona przez KDPW rzetelnie wtedy, kiedy KDPW doprowadzi do uzgodnienia zawartych w niej zapisów z faktem nieważności uchwały o przyznaniu akcji. W braku wskazanych postanowień regulaminu KDPW obowiązki KDPW należałoby wyprowadzić z treści art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. w zw. z art. 36 CSDR<sup>79</sup>. Jeżeli KDPW nie wypełni opisanych wyżej obo-

<sup>75</sup> Oczywiście potrzebne jest też podjęcie np. uchwały o emisji obligacji kapitałowych.

<sup>76</sup> W odniesieniu do art. 7 u.o.i.f. zob. M. Michalski (w:) *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Legalis 2023, art. 7, nb 14. W odniesieniu do rejestru akcjonariuszy zob. W. Popiołek: *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2020, nr 5, s. 5–6. Por. też W. Popiołek: *Wydanie przez spółkę akcyjną dokumentów akcji osobie nieuprawnionej*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 3, s. 4–9.

<sup>77</sup> Zob. M. Michalski (w:) *Ustawa..., op. cit.*, art. 4, nb 10; A. Chłopecki (w:) *System..., op. cit.*, s. 903–904; J. Jastrzębski: *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 371–372; M. Romanowski: *Unieważnienie emisji akcji w spółce publicznej*, Państwo i Prawo 1998, z. 6, s. 62.

<sup>78</sup> Regulamin KDPW przyjęty uchwałą Rady Nadzorczej KDPW S.A. nr 42/679/17 z dnia 26 września 2017 r. ze zm. (tekst ujednolicony Regulaminu KDPW według stanu począwszy od dnia 1 stycznia 2024 r., online: <https://www.kdpw.pl/uploads/attachments/regulamin-kdpw-01-01-2024.pdf>); dalej: regulamin KDPW.

<sup>79</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów pa-

wiązków, to może odpowiadać względem obligatariuszy lub emitenta z tytułu art. 415 k.c. — o ile spełnione zostaną inne niż bezprawność przesłanki odpowiedzialności deliktowej. W przypadku zarejestrowania akcji w rejestrze akcjonariuszy obowiązek doprowadzenia do uzgodnienia jego treści z rzeczywistym stanem prawnym (tj. doprowadzenia do wykreślenia akcji „przyznanych” w zamian za obligacje kapitałowe) spoczywa na zarządzie emitenta (art. 377<sup>1</sup> § 1 k.s.h.), jako że w interesie spółki jest, aby w rejestrze akcjonariuszy nie znajdowały się akcje nadmiarowe. W świetle art. 328<sup>4</sup> § 5 k.s.h. nie wydaje się właściwe obciążanie tym obowiązkiem bezpośrednio podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy.

Jeżeli pierwszy problem nie zostanie rozwiązany w praktyce w sposób opisany powyżej, to obligatariusz może spróbować wystąpić z wnioskiem o umorzenie restytucyjne obligacji kapitałowych na podstawie przepisów dekretu o umarzaniu utraconych dokumentów stosowanych *per analogiam*<sup>80</sup>. Warto też zaznaczyć, że w przypadku uchwały przedwczesnej aktualne pozostają uwagi co do odpowiedzialności odszkodowawczej członków zarządu i emitenta. Mogą oni odpowiadać na przykład względem obligatariusza za szkodę poniesioną w związku z tym, że przez określony czas nie mógł zbyć obligacji kapitałowych.

#### 6.4. KONSEKWENCJE NIEWAŻNOŚCI UCHWAŁY DLA AKCJI ZBYTYCH NA RZECZ OSÓB TRZECICH

Ustalenia wymaga jeszcze, czy odmiennie ocenić trzeba dalszy obrót akcjami „przyznanymi”. Innymi słowy, czy osoba zawierająca z obligatariuszem umowę dotyczącą akcji „przyznanych” jest w jakiś sposób chroniona. Rozważyć można dwa rozwiązania.

Po pierwsze, można przyjąć, że zbycie akcji „przyznanych” nie ma wpływu na ich status. Akcje „przyznane” jako akcje nieistniejące podlegają wykreśleniu z rachunków papierów wartościowych lub rejestru akcjonariuszy, a nabywca może dochodzić roszczeń odszkodowawczych z umowy ze zbywcą<sup>81</sup> lub względem domu maklerskiego z umowy komisu<sup>82</sup>. Ostateczny „łańcuszek” roszczeń odszkodowawczych kończy się na roszczeniu odszkodowawczym obligatariusza względem człon-

pierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L 257 z 2014 r., s. 1 ze zm.).

<sup>80</sup> F. Zoll (w:) *System...*, *op. cit.*, s. 91.

<sup>81</sup> Zob. w odniesieniu do umowy zbycia rzeczy zawartej z nieuprawnionym, w odniesieniu do której nie znalazł zastosowania art. 169 k.c., K. Górniak: *Nabycie własności rzeczy ruchomej w dobrej wierze*, Warszawa 2021, s. 286–291. Do umowy sprzedaży zdematerializowanych instrumentów finansowych stosuje się przepisy kodeksu cywilnego; zob. K. Zacharzewski (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 1079.

<sup>82</sup> W związku z obowiązującym w prawie polskim modelem pośrednictwa w obrocie akcjami na rynku regulowanym — zob. szerzej np. A. Chłopecki, M. Dyl: *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019, s. 107–111.

ków zarządu lub emitenta (zob. pkt 5.3 wyżej)<sup>83</sup>. Jest to rozwiązanie mało praktyczne w przypadku akcji spółek publicznych z uwagi na masowość i anonimowość obrotu nimi<sup>84</sup>, ale należy uznać je za *de lege lata* prawidłowe, o ile nie ma normatywnej podstawy do przyjęcia odmiennego ujęcia. Nie sądzę, żeby takie ujęcie sprzeciwiało się przepisom o ostateczności rozrachunku. Nie chodzi tu bowiem o cofnięcie kompensowania (art. 3 ust. 2 dyrektywy 98/26/WE w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych)<sup>85</sup> czy o kwestionowanie zlecenia transferu lub kompensowania (art. 3 ust. 1 dyrektywy 98/26/WE), ale o dochodzenie odszkodowania za niewykonanie umowy sprzedaży akcji lub z tytułu popełnienia deliktu. Tymczasem zgodnie z motywem 13 dyrektywy 98/26/WE jej przepisy nie powinny uniemożliwiać uczestnikowi lub osobie trzeciej wykonania jakichkolwiek praw lub roszczeń wynikających z podstawowej transakcji, na mocy których mogą oni mieć prawo do zwrotu lub restytucji z tytułu zlecenia transferu wprowadzonego do systemu, na przykład w przypadku oszustwa czy błędu technicznego, dopóki nie prowadzi to ani do cofnięcia kompensowania, ani do odwołania zlecenia transferu w systemie.

Alternatywnie można by przyjąć, że zbycie akcji „przyszanych” prowadzi do powstania praw z nich, o ile nabycie następuje w dobrej wierze. Takie ujęcie byłoby praktyczne z perspektywy masowego obrotu. Oparcie dla niego mogą stanowić ogólniejsze rozważania A. Chłopeckiego i K. Górniaka.

Chłopecki w odniesieniu do przypadku zarejestrowania nadmiarowej liczby akcji na rachunku inwestora i nabycia ich przez inną osobę w dobrej wierze wskazuje, że rozwiązaniem jest przyjęcie skuteczności nabycia i wykreślenie, w uzgodnieniu z KDPW, odpowiedniej liczby akcji z rachunku własnego domu maklerskiego, ewentualnie poprzedzone ich nabyciem na rachunek domu maklerskiego<sup>86</sup>. Innymi słowy, chodziłoby tu o wykreślenie już istniejących akcji z rachunku własnego domu maklerskiego w zamian za pozostawienie na rachunkach papierów wartościowych nieistniejących wcześniej akcji nabytych w dobrej wierze. Rozwią-

<sup>83</sup> Roszczenie odszkodowawcze obligatariusza nie obejmuje wartości obligacji kapitałowych, ponieważ wyrejestrowanie ich z depozytu papierów wartościowych nie doprowadziło do unicestwienia praw z nich. Innymi słowy, ich wartość nie wchodzi w zakres szkody powstałej w majątku obligatariusza. W majątku obligatariusza może jednak powstać szkoda związana z faktyczną niemożliwością obracania tymi obligacjami (np. wskutek tego, że obligatariusz nie mógł ich sprzedać). W niektórych przypadkach trzeba uwzględnić przyczynienie się obligatariusza do powstania szkody (art. 362 k.c.). Przyczynienie się wystąpi, jeżeli obligatariuszowi można postawić zarzut, że jego działanie było co najmniej obiektywnie nieprawidłowe (np. na etapie zbywania akcji wiedział o nieważności uchwały o przyznaniu akcji, a w konsekwencji o niepowstaniu praw z akcji „przyszanych”). Por. P. Sobolewski (w:) *Kodeks..., op. cit.*, art. 362, nt 3–7.

<sup>84</sup> A. Chłopecki: *(Niektóre) paradoksy prawa papierów wartościowych*, Przegląd Prawa Handlowego 2016, nr 9, s. 10. Zob. też M. Spyra (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 59–60.

<sup>85</sup> Dyrektywa 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (Dz. Urz. UE L 166 z 1998 r., s. 45 ze zm.); dalej: dyrektywa 98/26/WE.

<sup>86</sup> A. Chłopecki (w:) *System..., op. cit.*, s. 903–904; A. Chłopecki: *(Niektóre) paradoksy..., op. cit.*, s. 10.

zanie to jest z pewnością praktyczne i w części odpowiada koncepcji odpowiedzialności za stworzenie pozoru prawnego<sup>87</sup>, ale nie znajduje oparcia w obecnie obowiązujących przepisach<sup>88</sup> i trzeba je potraktować jako postulat *de lege ferenda*. W analizowanym tu przypadku nie widać podstawy prawnej dla obarczenia KDPW<sup>89</sup> obowiązkiem kupowania akcji na rynku wtórnym. Ponadto, nawet jeżeli KDPW w większości przypadków będzie w stanie nabyć akcje na rynku wtórnym, to brak jest podstawy prawnej do samodzielnego unicestwienia tych akcji przez KDPW<sup>90</sup>.

Lepsze oparcie normatywne ma stanowisko K. Górniaka. Większość doktryny akceptuje możliwość nabycia w dobrej wierze zdematerializowanych papierów wartościowych od nieuprawnionego<sup>91</sup>. Górniak podziela ten pogląd i przyjmuje, że podstawę nabycia stanowi art. 169 k.c. stosowany przez analogię<sup>92</sup>. Dodatkowo wywodzi on, że w przypadku zdematerializowanych papierów wartościowych art. 169 k.c. może wywoływać skutek kreacyjny (tworzyć nowe prawo)<sup>93</sup> — tak jak na przykład art. 5 ustawy o księgach wieczystych i hipotece<sup>94</sup>. Autor wskazuje, że z art. 169 k.c. nie wynika, że nabyć można tylko prawo istniejące. W przypadku nabycia rzeczy nigdy nie dochodzi do nabycia prawa nieistniejącego tylko dlatego, że jeżeli ktoś zbywa rzecz uprzednio porzuconą (art. 180 k.c.), to przed zbyciem nabywa jej własność na podstawie art. 181 k.c. Ponadto art. 169 k.c. może wywoływać skutek kreacyjny w przypadku ustanowienia na rzeczy ruchomej użytkowania lub zastawu przez osobę nieuprawnioną (art. 169 w zw. z art. 245 § 1 lub art. 309 k.c.). Stanowisko to jest kontrowersyjne. Na płaszczyźnie ogólnej można mu przeciwstawić co najmniej dwa kontrargumenty.

Po pierwsze, dopuszcza ono możliwość „rozmnożenia się” zdematerializowanych papierów wartościowych — co jest argumentem powoływanym przeciwko możliwości nabycia wierzytelności od nieuprawnionego<sup>95</sup>. Jeżeli te same akcje zostaną zapisane na rachunkach dwóch różnych inwestorów i każdy z nich zbędzie te akcje dalej, a nabywcy będą w dobrej wierze, to ogólna liczba akcji występujących w obrocie się zwiększy. Problem jest jeszcze bardziej widoczny w przypadku dłużnych papierów wartościowych. Jeżeli w taki sposób „rozmnożone” zostaną obligacje, to emitent zamiast mieć względem obligatariuszy długi wynoszące łącznie X, będzie miał długi wynoszące X + kwota z obligacji wykreowanych z mocy art. 169

<sup>87</sup> Zob. F. Zoll: *Klauzule...*, *op. cit.*, s. 198–199.

<sup>88</sup> A. Chłopecki wskazuje, że w praktyce błędne wpisy po prostu się stornuje; zob. A. Chłopecki: *(Niektóre) paradoksy...*, *op. cit.*, s. 10–11.

<sup>89</sup> Domu maklerskiego w przykładzie A. Chłopeckiego.

<sup>90</sup> F. Zoll: *Klauzule...*, *op. cit.*, s. 186–188.

<sup>91</sup> Zob. M. Godlewski: *Nabycie...*, *op. cit.*, s. 221–235; K. Górniak: *Stosowanie art. 169 KC do zdematerializowanych papierów wartościowych*, *Studia Prawa Prywatnego* 2023, nr 3, s. 26 i powołaną tam literaturę.

<sup>92</sup> Zob. K. Górniak: *Stosowanie...*, *op. cit.*, s. 25–36.

<sup>93</sup> *Ibidem*, s. 33.

<sup>94</sup> Ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 1984).

<sup>95</sup> Zob. M. Godlewski: *Nabycie...*, *op. cit.*, s. 65–66; K. Zawada: *Umowa przelewu wierzytelności*, Kraków 1990, s. 104.

k.c. Innymi słowy, zaakceptowanie poglądu o kreacyjnym skutku art. 169 k.c. prowadzi do przyjęcia, że skutek działań podmiotu trzeciego (KDPW, domu maklerskiego czy podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy) powstać może u emitenta dług, na którego zaciągnięcie ani się on nie zgodził, ani nawet którego pozoru istnienia nie stworzył<sup>96</sup>.

Po drugie, analizowana propozycja jest *prima facie* niezgodna z art. 921<sup>13</sup> k.c. Zgodnie z tym przepisem dłużnik może powołać się względem wierzyciela na zarzuty, które dotyczą **ważności dokumentu** lub wynikają z jego treści albo służą mu osobiście przeciw wierzycielowi. W przypadku stosowania go w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych<sup>97</sup> należałoby przyjąć, że chodzi tu między innymi o zarzuty dotyczące ważności<sup>98</sup> bądź prawidłowości wpisu na rachunek papierów wartościowych lub w rejestrze akcjonariuszy. Artykuł 921<sup>13</sup> k.c. stosuje się odpowiednio do akcji (art. 921<sup>16</sup> k.c.)<sup>99</sup>, co nie wyłącza możliwości podnoszenia nieobjętych tym przepisem zarzutów z uwagi na specyfikę akcji jako papieru wartościowego udziałowego<sup>100</sup>. Treść tego przepisu wydaje się korespondować z poglądem, że uzasadnieniem dla możliwości nabycia w dobrej wierze papieru wartościowego od nieuprawnionego jest ważne zastrzeżenie kwalifikowanych klauzul dokumentowych<sup>101</sup>.

Pierwszy argument na gruncie prawa polskiego nie przekonuje. Trafne jest bowiem stanowisko, że w prawie polskim uzasadnieniem dla konstrukcji nabycia od nieuprawnionego nie jest koncepcja pozoru prawnego ani koncepcja dobrej wiary, lecz dążenie do efektywności ekonomicznej<sup>102</sup>. Gdyby polski ustawodawca opowiedział się za koncepcją pozoru prawnego<sup>103</sup>, to niedopuszczalne byłoby nabycie od nieuprawnionego rzeczy zgubionej, skradzionej lub w inny sposób utraconej przez właściciela, a *de lege lata* jest to dopuszczalne (art. 169 § 2 k.c.)<sup>104</sup>. Nawet zresztą odrzucając to ujęcie, można by przyjąć, że emitent godzi się z ryzykiem „rozmnóżenia” zdematerializowanych papierów wartościowych, decydując się na zawarcie umowy z KDPW lub podmiotem prowadzącym rejestr akcjonariuszy.

<sup>96</sup> Trudno to więc uzasadnić w oparciu o konstrukcję papieru wartościowego „publicznej wiary”, por. F. Zoll: *Klauzule...*, *op. cit.*, s. 182–186.

<sup>97</sup> Co dopuszcza T. Sójka (w:) *Kodeks cywilny*, t. III, *Komentarz. Art. 627–1088*, pod red. M. Gutowskiego, Legalis 2022, art. 921<sup>13</sup>, nb 3.

<sup>98</sup> Przy uznaniu wpisu na rachunek papierów wartościowych za czynność prawną, co proponuje K. Wosiak: *Legitymacja uprawnionego z akcji*, Warszawa 2021, s. 215–244.

<sup>99</sup> Tak, z przyjęciem ograniczonego zakresu zastosowania z uwagi na szerszy katalog zarzutów, T. Sójka (w:) *Kodeks...*, *op. cit.*, art. 921<sup>16</sup>, nb 3. Odmienne, ale podobnie jak T. Sójka z przyjęciem szerszego katalogu zarzutów przysługujących dłużnikowi, K. Zawada (w:) *Kodeks cywilny*, t. II, *Komentarz. Art. 450–1088*, pod red. K. Pietrzykowskiego, Legalis 2021, art. 921<sup>16</sup>, nb 9.

<sup>100</sup> Zob. np. F. Zoll: *Klauzule...*, *op. cit.*, s. 128–129.

<sup>101</sup> *Ibidem*, s. 182–186.

<sup>102</sup> K. Górniak: *Nabycie...*, *op. cit.*, s. 1–26.

<sup>103</sup> Do której odwołuje się F. Zoll, uzasadniając stosowanie art. 169 k.c. do papierów wartościowych zastrzeżeniem kwalifikowanych klauzul dokumentowych; zob. F. Zoll: *Klauzule...*, *op. cit.*, s. 182–186.

<sup>104</sup> K. Górniak: *Nabycie...*, *op. cit.*, s. 11–12.

Biorąc pod uwagę, że skutek kreacyjny art. 169 k.c. nie prowadzi do pokrzywdzenia emitenta z perspektywy bilansu aktywów i pasywów<sup>105</sup>, istota problemu sprowadza się do tego, czy ryzyko niewypłacalności dłużnika (KDPW, domu maklerskiego, podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy, zbywców zdematerializowanych papierów wartościowych — zależnie od stanu faktycznego danej sprawy) obciąża emitenta, czy nabywcę w dobrej wierze. Ekonomicznie efektywna jest alokacja tego ryzyka po stronie emitenta. To jego bowiem łączy relacja kontraktowa z podmiotem, który umożliwił wykreowanie zdematerializowanego papieru wartościowego (KDPW, domem maklerskim lub podmiotem prowadzącym rejestr akcjonariuszy) i to jemu łatwiej wymagać się od tego podmiotu, aby wykonywał swoje zadania należycie (nie dokonywał błędnych lub bezpodstawnych wpisów). Co więcej, w typowym przypadku to emitent ma więcej zasobów potrzebnych do dochodzenia roszczeń odszkodowawczych. Z uwagi na *ratio legis* art. 169 k.c. również drugi argument nie przesądza o nietrafności stanowiska K. Górniaka. Artykuł 921<sup>13</sup> k.c. określa tylko, jakie zarzuty przysługują dłużnikowi (emitentowi) względem wierzyciela (nabywcy zdematerializowanego papieru wartościowego, który wcześniej nie istniał). Dopiero przyjęcie, że uzasadnieniem dla stosowania art. 169 k.c. do papierów wartościowych jest ważne zastrzeżenie kwalifikowanych klauzul dokumentowych, mogłoby przesądzać o tym, że art. 169 k.c. nie może wywoływać skutku kreacyjnego — a jak wyjaśniono wyżej, uzasadnienie to jest błędne. Artykuł 169 k.c. nie statuuje odpowiedzialności za zastrzeżenie kwalifikowanych klauzul dokumentowych.

W odniesieniu do akcji w spółce akcyjnej pojawia się jednak jeszcze jeden problem — niemożliwość pogodzenia kreacyjnego skutku art. 169 k.c. z przepisami dotyczącymi ich pokrycia. W myśl art. 347 § 2 k.s.h. zysk przeznaczony do wypłaty akcjonariuszom (zob. art. 347 § 1 k.s.h.) rozdziela się w stosunku do liczby akcji. Jeżeli akcje nie są całkowicie pokryte, zysk rozdziela się **w stosunku do dokonanych wpłat na akcje**. Zgodnie z art. 411 § 2 k.s.h. prawo głosu przysługuje **od dnia pełnego pokrycia akcji**, chyba że statut stanowi inaczej. Zgodnie z art. 474 § 2 k.s.h. majątek pozostały po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wierzycieli dzieli się między akcjonariuszy **w stosunku do dokonanych przez każdego z nich wpłat na kapitał zakładowy**. Akcje wykreowane z mocy art. 169 k.c. byłyby więc akcjami „pustymi”. Nie przysługiwałyby z nich ani dywidenda, ani prawo do udziału w majątku spółki, a prawo głosu — tylko o ile statut by tak stanowił. Można co prawda twierdzić, że akcje wykreowane z mocy art. 169 k.c. traktuje się jak akcje pokryte, ale taki pogląd nie znajduje oparcia w przepisach. Z powyższego wynika, że ustawodawca nie przewiduje możliwości istnienia w spółce akcyjnej akcji niepokrytych (akcji, za które nie zostały wniesione do spółki żadne wkłady), które nie muszą być pokryte i nigdy nie zostaną pokryte — a takimi akcjami byłyby akcje

<sup>105</sup> Emitent uzyskuje roszczenie względem KDPW, domu maklerskiego lub podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy z łączącej go z nimi umowy (art. 471 k.c.) lub z deliktu (art. 415 k.c.).

wykreowane na podstawie art. 169 k.c. Wydaje się, że istnienie takich akcji stałoby też w sprzeczności z art. 53 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2017/1132 w sprawie niektórych aspektów prawa spółek<sup>106</sup>. Zgodnie z tym przepisem z zastrzeżeniem przepisów dotyczących obniżenia objętego kapitału, akcjonariusze nie mogą być zwolnieni z obowiązku wniesienia wkładów. Co więcej, nawet gdyby nabywca dobrowolnie dokonał wpłaty na akcje wykreowane na podstawie art. 169 k.c., to nie mogłoby to doprowadzić do podwyższenia kapitału zakładowego spółki. Zgodnie bowiem z art. 68 ust. 1 dyrektywy 2017/1132 to walne zgromadzenie podejmuje decyzję o każdym podwyższeniu kapitału zakładowego. Wyjątki dotyczą podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego (art. 68 ust. 2 dyrektywy 2017/1132) oraz warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego i podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji kapitałowych na akcje (art. 68 ust. 4 dyrektywy 2017/1132), ale w każdym przypadku potrzebna jest uprzednia decyzja WZA. Decyzji takiej brakuje w przypadku wykreowania akcji z mocy art. 169 k.c. Przesądza to, że w odniesieniu do nieistniejących akcji w spółce akcyjnej nie jest możliwe przyjęcie kreacyjnego skutku art. 169 k.c. W konsekwencji za prawidłowe należy uznać pierwsze z analizowanych rozwiązań. Potencjalnie może ono podlegać (zarówno w odniesieniu do akcji „przyznanych” i tylko zapisanych na rachunkach obligatariuszy, jak i tych zbytych dalej) modyfikacji w odniesieniu do akcji, które zostały poddane asymilacji.

## 6.5. SKUTKI PODDANIA AKCJI „PRYZNANYCH” ASYMLACJI

Akcje „przyznane” i zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych mogą podlegać procedurze asymilacji. Chodzi tu o objęcie, na wniosek emitenta, akcji „przyznanych” kodem, którym objęte zostały akcje wcześniejszej emisji (art. 55 ust. 2 u.o.i.f.). Sytuacja ta jest problematyczna, ponieważ niemożliwe staje się odróżnienie akcji „przyznanych” od akcji wcześniejszych emisji objętych tym samym kodem<sup>107</sup>. Nie jest więc możliwe wykreślenie akcji „przyznanych” z rachunków papierów wartościowych i wyrejestrowanie ich z depozytu papierów wartościowych. Problem ten pojawił się w praktyce<sup>108</sup>, czego konsekwencją jest regulacja art. 56 u.o.i.f. Artykuł 56 ust. 1 u.o.i.f. przewiduje, że w razie (i) uchylenia postanowienia sądu o wpisie podwyższenia kapitału zakładowego spółki publicznej do rejestru przedsiębiorców; lub (ii) uchylenia lub stwierdzenia nieważności uchwały WZA o podwyższeniu tego kapitału akcje wyemitowane w wyniku podwyższenia kapita-

---

<sup>106</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1132 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (Dz. Urz. UE L 169 z 2017 r., s. 46 ze zm.); dalej: dyrektywa 2017/1132.

<sup>107</sup> T. Sójka, O. Skibiński (w:) *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2022, art. 56, s. 381.

<sup>108</sup> Zob. L. Sobolewski: *Unieważnienie...*, *op. cit.*, s. 1.

łu zakładowego i zasymilowane nie podlegają wyrejestrowaniu z depozytu papierów wartościowych (innymi słowy, nie są traktowane jako nieistniejące). Zamiast tego przeprowadza się redukcję wartości nominalnej wszystkich akcji oznaczonych kodem, którym oznaczone są akcje wadliwe, a jeżeli przeprowadzenie takiej redukcji nie jest możliwe (bo np. prowadziłoby to do powstania akcji o wartości nominalnej poniżej 1 grosza<sup>109</sup>), to przeprowadza się redukcję ogólnej liczby akcji oznaczonych tym kodem (art. 56 ust. 1 i 2 u.o.i.f.). Spółka publiczna jest obowiązana do zwrotu akcjonariuszom środków uzyskanych w wyniku emisji akcji, które są zapisane na rachunkach akcjonariuszy i zostały objęte redukcją (art. 56 ust. 4 u.o.i.f.). Udział poszczególnych akcjonariuszy w wartości środków zwracanych przez emitenta jest wyznaczony odpowiednio stosunkiem zredukowanej wartości nominalnej akcji zapisanych na ich rachunkach papierów wartościowych do wartości nominalnej wszystkich akcji będących przedmiotem redukcji albo stosunkiem liczby akcji zapisanych na ich rachunkach papierów wartościowych, które zostały objęte redukcją, do łącznej liczby zredukowanych akcji.

Należy rozważyć możliwość zastosowania przepisów art. 56 u.o.i.f. do akcji „przyznaczanych” i poddanych asymilacji w drodze analogii. Spełniona jest podstawowa przesłanka stosowania analogii, tzn. występuje luka w prawie<sup>110</sup>. W literaturze wskazuje się bowiem, że nie jest technicznie możliwe zastosowanie rozwiązania polegającego na wyrejestrowaniu poddanych asymilacji akcji „przyznaczanych” z depozytu papierów wartościowych<sup>111</sup>. Co więcej, rozwiązanie takie byłoby sprzeczne z zakazem różnicowania praw z papierów wartościowych objętych tym samym kodem (art. 55 ust. 3 u.o.i.f.)<sup>112</sup>. W dalszej kolejności trzeba ustalić, czy art. 56 u.o.i.f. jest właściwym przepisem do wypełnienia tej luki. Innymi słowy, czy pomiędzy sytuacją objętą hipotezą art. 56 u.o.i.f. a sytuacją tu analizowaną występuje podobieństwo (czy obie sytuacje odznaczają się tą samą cechą istotną)<sup>113</sup>. Podobieństwo to zachodzi w przypadku art. 56 ust. 1–3 u.o.i.f. Przepisy te mają na celu rozwiązać problem występowania w obrocie nieistniejących akcji, których nie da się wyrejestrować z depozytu papierów wartościowych. Problem ten występuje nie tylko w sytuacji objętej hipotezą art. 56 ust. 1 u.o.i.f., lecz także w przypadku tu analizowanym czy w dostrzeganym w literaturze<sup>114</sup> przypadku wadliwości uchwały zarządu podejmowanej przy podwyższeniu kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego. Z tego względu uzasadnione jest zastosowanie art. 56 ust. 1–3 u.o.i.f. przez analogię do akcji „przyznaczanych” i poddanych asymilacji. Z uwagi na specyfikę analizowanego przypadku nie jest możliwe zastosowanie art. 56 ust. 4 u.o.i.f. Spółka nie otrzymała bowiem w zamian za akcje „przyznane” żadnych

<sup>109</sup> T. Sójka, O. Skibiński (w:) *Obrót...*, *op. cit.*, art. 56, s. 382.

<sup>110</sup> Zob. K. Górniak: *Stosowanie...*, *op. cit.*, s. 29–30.

<sup>111</sup> T. Sójka, O. Skibiński (w:) *Obrót...*, *op. cit.*, art. 56, s. 381.

<sup>112</sup> Zob. A. Chłopecki (w:) *System...*, *op. cit.*, s. 890–891.

<sup>113</sup> K. Górniak: *Stosowanie...*, *op. cit.*, s. 31; E. Waśkowski: *Teoria...*, *op. cit.*, s. 157–160.

<sup>114</sup> Zob. T. Sójka, O. Skibiński (w:) *Obrót...*, *op. cit.*, art. 56, s. 382.

wkładów. W świetle art. 27c u.o. trudno twierdzić, że środkami, o których mowa w art. 56 ust. 4 u.o.i.f., są obligacje kapitałowe. Z kolei art. 27o, art. 74a i art. 74c u.o. przesądzają, że za środki z art. 56 ust. 4 u.o.i.f. nie powinny być uznane środki z emisji obligacji kapitałowych. Ponieważ u akcjonariuszy w następstwie redukcji występuje szkoda, która z kolei jest następstwem działania spółki polegającego na złożeniu wniosku do KDPW o poddanie akcji „przyznanych” asymilacji, to spółka może odpowiadać za jej powstanie na podstawie art. 415 k.c.<sup>115</sup> W niektórych przypadkach z art. 415 k.c. odpowiadać może również KDPW, jako że *de lege lata* nie ma obowiązku uwzględnienia wniosku emitenta o dokonanie asymilacji<sup>116</sup>. Teoretycznie za ubytek w majątku akcjonariuszy mogą odpowiadać też obligatariusze, w ramach reżimu bezpodstawnego wzbogacenia (art. 405 k.c.)<sup>117</sup>. Uzyskana przez nich kosztem akcjonariuszy emitenta korzyść majątkowa to prawa z akcji lub to, co otrzymali, zbywając akcje „przyznane” (np. określona suma pieniężna). W razie problemów z oszacowaniem wysokości szkody lub bezpodstawnego wzbogacenia zastosowanie może znaleźć art. 322 k.p.c.

## 7. WNIOSKI

Następstwem zwłoki w podjęciu uchwały o przyznaniu akcji może być powstanie odpowiedzialności członków zarządu względem spółki na podstawie art. 483 k.s.h., art. 415 k.c. lub umowy pomiędzy spółką a członkiem zarządu (np. o pracę lub o świadczenie usług). Jeżeli szkoda w majątku akcjonariusza jest tylko refleksem szkody w majątku spółki, to członkowie zarządu nie odpowiadają względem akcjonariuszy. Akcjonariusz może wtedy jedynie dochodzić roszczeń w imieniu spółki w ramach konstrukcji *actio pro socio* (art. 486 k.s.h.). Jeżeli szkoda akcjonariusza będzie szkodą bezpośrednią, to członkowie zarządu mogą odpowiadać względem niego z art. 415 k.c. W stosunku do obligatariuszy odpowiadać może spółka z tytułu obligacji (art. 471 i 477 k.c.) lub deliktu członka zarządu (art. 415 w zw. z art. 416 k.c.) bądź członek zarządu z tytułu własnego deliktu (art. 415 k.c.). Do roszczenia obligatariusza względem emitenta o podjęcie uchwały o przyznaniu akcji stosuje się art. 64 k.c. w zw. z art. 1047 § 1 k.p.c.

---

<sup>115</sup> Por. K. Zacharzewski (w:) *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Legalis 2023, art. 56, nb 7. Zob. też w kontekście odpowiedzialności za niedojście do skutku podwyższenia kapitału zakładowego M. Romanowski: *Unieważnienie...*, *op. cit.*, s. 62.

<sup>116</sup> K. Dziennik, T. Sójka (w:) *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2022, art. 55, s. 379.

<sup>117</sup> Analogicznie jak w przypadku regulowanym art. 169 k.c., powstanie akcji z mocy art. 56 u.o.i.f. nie wyłącza możliwości dochodzenia roszczeń z tytułu bezpodstawnego wzbogacenia; por. K. Górniak: *Nabycie...*, *op. cit.*, s. 296. W następstwie asymilacji sytuacja każdego obligatariusza, któremu zostały „przyznane” akcje, z perspektywy przepisów o bezpodstawnym wzbogaceniu kształtuje się tak, jak sytuacja nieuprawnionego zbywcy rzeczy ruchomej.

Uchwała o przyznaniu akcji podjęta przed wystąpieniem zdarzenia inicjującego jest nieważna (art. 58 § 1 k.c.). W konsekwencji obligacje kapitałowe nie powinny zostać wyrejestrowane z depozytu papierów wartościowych. Jeżeli do tego dojdzie, to KDPW powinien doprowadzić do ich ponownego zarejestrowania w depozycie i na rachunkach papierów wartościowych. „Przyznane” w nieważnej uchwale akcje nie powstają, a więc powinny zostać wyrejestrowane z depozytu papierów wartościowych lub rejestru akcjonariuszy. Tak samo należy ocenić status akcji „przyznaczonych” i zbytych dalej. Wyjątek dotyczy przypadku asymilacji akcji. Do akcji zasymilowanych stosuje się art. 56 ust. 1–3 u.o.i.f. przez analogię. Akcjonariuszom, których akcje podlegały redukcji, może przysługiwać roszczenie odszkodowawcze względem emitenta lub KDPW (art. 415 k.c.). Teoretycznie mogą oni również dochodzić roszczeń z bezpodstawnego wzbogacenia względem obligatariuszy (art. 405 k.c.).

## BIBLIOGRAFIA

- Antoszek P.: *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009.
- Armour J., Awrey D., Davies P., Enriques L., Gordon J.N., Mayer C., Payne J.: *Principles of Financial Regulation*, Oxford 2016.
- Asgari N., Walker O., Clarfelt H.: *Credit Suisse sale 'forever impairs' ability of banks to issue ATIs, investors warn*, Financial Times (online: <https://www.ft.com/content/152c586e-1983-4096-a40b-7c003f53f166>; dostęp: 5 lutego 2024 r.).
- Berger A.N., Herring R.J., Szegö G.P.: *The role of capital in financial institutions*, Journal of Banking & Finance 1995, nr 19, s. 393–430.
- Bieniak J., Bieniak M., Nita-Jagielski G., Oplustil K., Pabis R., Rachwał A., Spyra M., Suliński G., Tofel M., Wawer M., Zawłocki R.: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Legalis 2024.
- Bilewska K.: *Dochodzenie roszczeń spółki kapitałowej przez jej wspólników (actio pro socio)*, Warszawa 2008.
- Bławat M., Machnikowski P. (w:) *Zobowiązania. Przepisy ogólne i powiązane przepisy księgi I KC*, t. I, Komentarz, pod red. P. Machnikowskiego, Legalis 2022.
- Bork R., Oepen K.: *Schutz des GmbH-Minderheitsgesellschafters vor der Mehrheit bei der Gewinnverteilung*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, nr 2, s. 241–291.
- Chłopecki A. (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006.
- Chłopecki A.: *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego*, Przegląd Prawa Handlowego 2007, nr 5, s. 11–17.

- Chłopecki A.: *(Niektóre) paradoksy prawa papierów wartościowych*, Przegląd Prawa Handlowego 2016, nr 9, s. 8–11.
- Chłopecki A., Dyl M.: *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019.
- Chybiński R.: *Innowacyjne papiery wartościowe — nowe spojrzenie na problem finansowania banków komercyjnych*, Przegląd Prawa Publicznego 2023, nr 4, s. 82–90.
- Dybiński J. (w.): *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Dyl M. (w.): *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, Legalis 2019.
- Dziennik K., Sójka T. (w.): *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2022.
- Ernst U., Rachwał A., Zoll F.: *Prawo cywilne. Część ogólna*, Warszawa 2013.
- Everson E. (w.): *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, eds. N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford 2015.
- Fras M.: *Wzajemna relacja pomiędzy art. 64 kodeksu cywilnego a art. 624 kodeksu spółek handlowych — próba oceny*, Palestra 2008, z. 3–4, s. 9–20.
- Frąckowiak J.: *Handlowe czynności kreujące*, Przegląd Prawa Handlowego 2008, nr 12, s. 4–15.
- Frąckowiak J.: *Uchwały organów spółki kapitałowej a czynności prawne dokonywane przez tę spółkę* (w:) *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, pod red. M. Modrzejewskiej, Warszawa 2011.
- Frąckowiak J.: *Charakter prawny uchwał organów spółek kapitałowych a ich skarżalność*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 9, s. 26–33.
- Frąckowiak J.: *Uchwała zgromadzenia wspólników spółki kapitałowej jako czynność prawna wewnątrzkorporacyjna*, Przegląd Prawa Handlowego 2018, nr 9, s. 19–26.
- Gębusia I.: *Niezastępowalny charakter uchwał organów spółek*, Monitor Prawa Handlowego 2013, nr 4, s. 39–43.
- Godlewski M.: *Nabycie akcji zdematerializowanych od nieuprawnionego*, Warszawa 2021.
- Grabowski W. (w.): *Ekonomia dla prawników i nie tylko*, pod red. M. Bednarskiego, J. Wilkina, Warszawa 2003.
- Góra-Błaszczkowska A. (w.): *System prawa procesowego cywilnego*, t. II, cz. 2, *Postępowanie procesowe przed sądem pierwszej instancji*, pod red. T. Erecińskiego, T. Wiśniewskiego, Warszawa 2016.
- Górniak K.: *Umowa podporządkowania wierzytelności w prawie cywilnym procesowym, materialnym i upadłościowym*, Studia Prawa Prywatnego 2018, nr 3, s. 74–101.
- Górniak K.: *Nabycie własności rzeczy ruchomej w dobrej wierze*, Warszawa 2021.

- Górnjak K.: *Stosowanie art. 169 KC do zdematerializowanych papierów wartościowych*, *Studia Prawa Prywatnego* 2023, nr 3, s. 25–36.
- Janiak A. (w.): *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. I, *Część ogólna*, pod red. A. Kidyby, Warszawa 2012.
- Janowski W.: *Umowa pożyczki podporządkowanej jako instrument AT1*, *Monitor Prawa Bankowego* 2024, nr 1, s. 91–100.
- Jasiakiewicz M.: *Wybrane problemy stosowania art. 64 k.c. do uchwał przymusowych niepodjętych przez zgromadzenie wspólników spółki kapitałowej*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2014, nr 10, s. 45–48.
- Jastrzębski J.: *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.
- Kaliński M.: *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego — polemika*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2007, nr 9, s. 52–54.
- Kaliński M. (w.): *System prawa prywatnego*, t. 6, *Prawo zobowiązań — część ogólna*, pod red. A. Olejniczaka, Warszawa 2023.
- Kern A. (w.): *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, eds. N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford 2015.
- Kodeks cywilny. Komentarz*, pod red. E. Gniewka, P. Machnikowskiego, Legalis 2023.
- Kodeks spółek handlowych*, t. IIIB, *Spółka akcyjna. Komentarz. Art. 393–490*, pod red. A. Opalskiego, Legalis 2016.
- Kowalski A.: *Anulowanie wypłaty odsetek wynikających z obligacji AT1 — ramy regulacyjne*, internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny 2019, nr 7, s. 58–69.
- Krzyżykowska J., Piskorz A., Stepień B., Szpytka P.: *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015.
- Liberadzki K., Liberadzki M.: *Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Shares: Instruments, Regulation, Management*, Cham 2019.
- Łatała-Kremer A.: *Odpowiedzialność cywilna członków organów spółki akcyjnej za decyzje gospodarcze względem spółki w perspektywie prawnoporównawczej*, Warszawa 2023.
- Machnikowski P. (w.): *System prawa prywatnego*, t. 6, *Prawo zobowiązań — część ogólna*, pod red. A. Olejniczaka, Warszawa 2023.
- Manikowski P., Matuła R.: *Analiza wypłacalności zakładów ubezpieczeń w Solvenicy II na przykładzie wybranych ubezpieczycieli*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2018, z. 2, s. 205–224.
- Michalski M. (w.): *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Legalis 2023.
- Miedziński M.: *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed nieuzasadnioną tezauryzacją zysku spółki*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2017, z. 1, s. 119–131.

- Nawrot O.: *Wprowadzenie do logiki dla prawników*, Warszawa 2020.
- Nowacki A.: *Uprawnienia obligatariusza obligacji zamiennej i obligacji z prawem pierwszeństwa*, Przegląd Prawa Handlowego 2019, nr 6, s. 5–10.
- Nowak A.: *Bezprawność zachowania jako przesłanka odpowiedzialności odszkodowawczej członka zarządu spółki kapitałowej*, Z Problematyki Prawa Pracy i Polityki Socjalnej 2008, t. 17, s. 7–24.
- Ochman P.: *Uchwały nieistniejące wobec sankcji nieważności wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, Warszawa 2018.
- Ochmann P.: *Możliwości stwierdzenia nieważności części uchwały w świetle konstrukcji nieważności wadliwych uchwał*, Przegląd Sądowy 2019, nr 10, s. 68–79.
- Olechowski M.: *O relacji między szkodą poniesioną przez spółkę akcyjną a szkodą poniesioną przez akcjonariusza — polemika*, Przegląd Prawa Handlowego 2007, nr 9, s. 55–58.
- Opalski A.: *Kapitał zakładowy, zysk, umorzenie*, Warszawa 2002.
- Pelczyński M.: *Zakres kompensacji — krytyka koncepcji szkód pośrednich (cz. II)*, Monitor Prawniczy 2017, nr 18, s. 975–983.
- Pelczyński M.: *Kompensacja szkody udziałowej — szkody współnika uzależnionej od szkody spółki (cz. I)*, Monitor Prawniczy 2018, nr 18, s. 975–984.
- Penn B. (w.): *McKnight, Paterson and Zakrzewski on The Law of International Finance*, eds. S. Paterson, R. Zakrzewski, Oxford 2017.
- Pisarczyk Ł.: *Pracownicza odpowiedzialność członków zarządu w spółkach kapitałowych*, Praca i Zabezpieczenie Społeczne 1999, nr 1, s. 23–28.
- Popiołek W.: *Wydanie przez spółkę akcyjną dokumentów akcji osobie nieuprawnionej*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 3, s. 4–9.
- Popiołek W.: *Charakter prawny uchwał współników i organów spółek handlowych*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 9, s. 11–17.
- Popiołek W.: *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2020, nr 5, s. 2–13.
- Radwański Z., Zieliński M. (w.): *System prawa prywatnego*, t. 1, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. M. Safjana, Warszawa 2012.
- Radwański Z., Grykiel J. (w.): *System prawa prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. Z. Radwańskiego, A. Olejniczaka, Warszawa 2019.
- Radwański Z., Mularski K. (w.): *System prawa prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne — część ogólna*, pod red. Z. Radwańskiego, A. Olejniczaka, Warszawa 2019.
- Romanowski M.: *Unieważnienie emisji akcji w spółce publicznej*, Państwo i Prawo 1998, z. 6, s. 51–67.
- Sobolewski L. (w.): *Prawo gospodarcze i handlowe*, t. 4, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. S. Włodyki, Warszawa 2004.
- Sobolewski L.: *Unieważnienie akcji dopuszczonych do publicznego obrotu*, Przegląd Prawa Handlowego 1996, nr 12, s. 1–7.

- Sobolewski P. (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, pod red. W. Borysiaka, Legalis 2023.
- Sołtysiński S., Moskwa P. (w:) *System prawa prywatnego*, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2016.
- Spyra M.: „Związanie” prawa głosu w spółce akcyjnej. *Dopuszczalność, konstrukcja, skuteczność*, Transformacje Prawa Prywatnego 2000, nr 3, s. 85–102.
- Spyra M. (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Sójka T.: *Wpis na rachunek papierów wartościowych*, Monitor Prawa Bankowego 2014, nr 7–8, s. 109–120.
- Sójka T. (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Sójka T. (w:) *Kodeks cywilny*, t. III, *Komentarz. Art. 627–1088*, pod red. M. Gutowskiego, Legalis 2022.
- Sójka T., Skibiński O. (w:) *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2022.
- Stokłosa A., Syp S.: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2020.
- Tuleja P. (w:) *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, pod red. P. Tulei, Warszawa 2023.
- Waśkowski E.: *Teoria wykładni prawa cywilnego*, Warszawa 1936.
- Weiss I. (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006.
- Wiśniewski A.W.: *Prawo o spółkach*, t. 3, Warszawa 1993.
- Wosiak K.: *Legitymacja uprawnionego z akcji*, Warszawa 2021.
- Woźniak R.P.: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015.
- Zawada K.: *Umowa przelewu wierzytelności*, Kraków 1990.
- Zawada K. (w:) *Kodeks cywilny*, t. II, *Komentarz. Art. 450–1088*, pod red. K. Pietrzykowskiego, Legalis 2021.
- Zacharzewski K. (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Zacharzewski K. (w:) *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Legalis 2023.
- Zelek M. (w:) *Kodeks cywilny*, t. II, *Komentarz. Art. 353–626*, pod red. M. Gutowskiego, Legalis 2022.
- Ziembiński Z.: *Logika praktyczna*, Warszawa 2002.
- Ziemianin B.: *Charakter prawny uchwał kolegialnych organów osób prawnych*, Przegląd Prawa Handlowego 2014, nr 9, s. 46–49.
- Zoll F.: *Klauzule dokumentowe*, Warszawa 2001.
- Zoll F. (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Żarnecka-Biały E.: *Mała logika. Podstawy logicznej analizy tekstów, wnioskowania i argumentacji*, Kraków 2006.

**Słowa kluczowe:** obligacje kapitałowe, uchwała, zarząd, spółka akcyjna, przyznanie akcji, akcje nieistniejące, wpis na rachunek papierów wartościowych, roszczenia odszkodowawcze.

WOJCIECH JANOWSKI

NON-ADOPTION AND UNTIMELY ADOPTION  
OF THE RESOLUTION TO GRANT SHARES IN EXCHANGE  
FOR CAPITAL BONDS

S u m m a r y

The Act of 14 April 2023 introduced a new hybrid instrument of capital bonds into Polish law. Upon a triggering event specified in their terms and conditions, capital bonds are converted into shares of the issuer. The conversion takes place as a result of adoption of a resolution of the issuer's management board to grant shares, within the time limit specified in Article 454<sup>4</sup> § 1 of the Code of Commercial Companies. The article analyzes the consequences of failure to meet the deadline for adopting the resolution on the grant of shares, i.e. late adoption of the resolution, failure to adopt the resolution, and adoption of the resolution despite the non-occurrence of the triggering event. Members of the issuer's management board and the issuer are liable for damages caused by the delay in adopting the resolution. In addition, the bondholder may demand that the issuer's management board adopts the resolution. Article 64 of the Civil Code and Article 1047 § 1 of the Code of Civil Procedure shall apply. An early resolution is null and void, the shares granted in it do not exist and should be eliminated from the market, unless they have undergone assimilation.

**Key words:** capital bonds, resolution, management board, joint-stock company, granting of shares, non-existing shares, securities account entry, compensation claims.