

## ARTYKUŁY

**Prof. dr hab. Wojciech Popiołek**

Uniwersytet Śląski w Katowicach

ORCID: 0000-0002-4531-6055

e-mail: w.popiolek@adplegal.pl

# Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych

Disposing of the electronic stock certificates of the non-publicly traded companies

### Streszczenie

Z dniem 1.03.2021 r. uregulowanie spółki akcyjnej w przepisach kodeksu spółek handlowych ulegnie istotnej zmianie. Dokumenty akcji wszystkich spółek „prywatnych” pozbawione zostaną — z mocy prawa — mocy prawnej i zastąpione zostaną zdematerializowanymi „akcjami rejestrowymi”, czyli wpisami w teleinformatycznych rejestrach akcjonariuszy, prowadzonych — na zlecenie spółek — przez wyspecjalizowane podmioty (uprawnione na podstawie ustawy z 25.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi do prowadzenia rachunków papierów wartościowych). Wpis w tym rejestrze — który może być postrzegany jako „nośnik” zdematerializowanej akcji — będzie podstawą legitymacji formalnej, bo wobec spółki uważać się będzie za akcjonariusza (uprawnionego z prawa rzeczowego ograniczonego) jedynie osobę wpisaną do rejestru.

Tej fundamentalnej zmianie konstrukcji akcji rozumianych jako papiery wartościowe towarzyszy wiele zmian szczegółowych dotyczących uregulowań Kodeksu spółek handlowych, związanych z istnieniem papierowych dokumentów akcji, w tym dotyczących rozporządzania akcjami. Przepis art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. ustanawia zasadę, że nabycie akcji (ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego) następuje w następstwie i z chwilą dokonania odpowiedniego wpisu w rejestrze akcjonariuszy. To uregulowanie, wiążące z konstytucyjnym wpisem do rejestru skutek rozporządzający czynności dotyczących akcji, rodzi wiele kwestii wymagających analizy i rozstrzygnięcia. Niektóre z nich, m. in. kwestie charakteru czynności prawnej stanowiącej podstawę rozporządzenia, skutków wpisu, konsekwencji wpisu niezgodnego z rzeczywistym stanem prawnym, są przedmiotem opracowania.

**Słowa kluczowe:** akcja rejestrowa, dematerializacja akcji, rejestr akcjonariuszy, wpis konstytucyjny, rozporządzenie akcją

### Abstract

As of 1st January 2021 the rules relating to the joint-stock companies in the Code of Commercial Companies will importantly change. The paper stock certificates of all non-publicly traded companies will lose *ex lege* their legal validity. They will be replaced by the electronic stock certificates, i.e. by electronic (ICT) entries in the registries of shareholders. Such electronic registries will be operated — on behalf of the companies — by specialized entities (authorized under the Act of 25.07.2005 on the marketing of financial instruments to keep and run the securities accounts). The entry in these registries — which might be considered as a carrier of the dematerialized shares — will constitute the basis for the legal entitlement, since only a person entered into the register in question will be treated as a shareholder (entitled under a limited *right in rem*).

This fundamental change in the legal nature of the share, understood as a security, is coupled with a number of detailed amendments in the Code of Commercial Companies related to the existence of the paper stock certificates, including those considering the disposition of the shares. Article 328<sup>9</sup> § 1 of the Code creates a rule that acquisition of a share (or making it subject to a limited *right in rem*) occurs as a result and at the moment of making the entry into the register of the shareholders. It follows that the entry to the register has a constitutive character (the disposition of a share, or the transaction affecting the share, takes place at the time of entry into registry). This rule poses number of difficulties that need to be analysed. Some of these difficulties (inter alia the nature of the legal act constituting the basis for the disposition, the effects of the entry into register, the consequences of the entry not in accordance with the actual legal state of affairs) are addressed in the present paper.

**Key words:** electronic stock certificate, dematerialization of the shares, register of the shareholders, constitutive entry, disposing of the shares

JEL: K12

## Wprowadzenie

Ustawą z 30.08.2019 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019 poz. 1798), dalej ustawa z 30.08.2019 r.,<sup>1</sup> przeprowadzono kolejną nowelizację ustawy z 15.09.2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.), dalej k.s.h., polegającą, najogólniej mówiąc, na przeprowadzeniu w spółkach akcyjnych niebędących spółkami publicznymi<sup>2</sup> dematerializacji akcji na okaziciela i akcji imiennych<sup>3</sup> (dematerializacja obligatoryjna) oraz ustanowieniu — w związku z tym — m. in. nowych zasad obrotu akcjami z wykorzystaniem rejestru akcjonariuszy (o rozwiązaniach przyjętych w ustawie z 30.08.2019 r. zob. krytycznie Michalski, 2020, s. 4, który odwołuje się m. in. do genezy spółki akcyjnej i jej cech konstytutywnych; aprobowując co do zasady Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 13).

Dematerializacja, a ściślej pozbawienie mocy obowiązującej dokumentów akcji wydanych przez spółki, następuje z mocy prawa z dniem 1.03.2021 r., a z tym samym dniem uzyskują moc prawną wpisy w rejestrze akcjonariuszy<sup>4</sup>, kreujące zdematerializowane akcje rejestrowe.

Przepisy Kodeksu spółek handlowych nie formułują legalnej definicji „akcji rejestrowych”. Można uznać, że są to nośniki akcji spółki niebędącej spółką publiczną, rozumianych jako prawa podmiotowe, w postaci wpisu w rejestrze akcjonariuszy, prowadzonym przez uprawniony podmiot. Co do ogólnego pojęcia „papierów wartościowych rejestrowych” (zob. np. Chłopecki i Dyl, 2006, s. 885 i nast.).

Nowe rozwiązania wejdą w życie, w przeważającej większości, z dniem 1.03.2021 r. (zob. art. 23 ustawy z 30.08.2019 r. w brzmieniu nadanym ustawą z 14.05.2020 r.), a wiąże się z nimi dostosowanie dotychczasowych uregulowań, m.in. dotyczących rozporządzania akcjami, do konstrukcji akcji zdematerializowanej.

## Dematerializacja akcji

Z dniem 1.03.2021 r. papierowe dokumenty akcji imiennych i akcji na okaziciela zastąpione zostaną przez ich elektroniczne odpowiedniki, które będą zapisywane w teleinformatycznym rejestrze akcjonariuszy. Co do innych dokumentów emitowanych przez spółkę akcyjną (świadczenia założycielskie, świadectwa użytkowe, warranty subskrypcyjne i inne tytuły do uczestnictwa w dochodach lub w podziale majątku spółki — zob. art. 328 § 2 k.s.h.). O przebiegu procesu dematerializacji zob. bliżej Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 18.

Akcje rozumiane jako papiery wartościowe inkorporowane w dokumentach zastąpione zostaną więc akcjami rejestrowymi. Ten mechanizm „zastąpienia” postrzegać można jako wygaśnięcie — z mocy prawa — papierów wartościowych dokumentowych oraz powstanie w to miejsce — także z mocy prawa — papierów wartościowych w postaci akcji rejestrowych, inkorporujących to samo prawo podmiotowe (był prawa podmiotowe nie zostaje w żaden sposób „dotknięty” przez tę zmianę). Konsekwencją jest zmiana § 1 („Akcje nie mają formy dokumentu”) i 2 oraz uchylenie § 3 — 6 art. 328 k.s.h., zaś

wydawanie dokumentów akcji jest, po rygorem sankcji karnej (art. 589<sup>2</sup> k.s.h.), niedopuszczalne.

Jedną z konsekwencji zmian polegających na identyfikacji akcjonariuszy poprzez wpisy w rejestrze akcjonariuszy jest zniesienie zasady legitymacji z dokumentów akcji na okaziciela<sup>5</sup>, co motywowane jest przede wszystkim względami podatkowymi, a także potrzebą zapewnienia przejrzystości stosunków korporacyjnych (por. art. 3a dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11.07.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy notowanych na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 184) zmienionej dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z 17.05.2017 r. w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.Urz. UE L 132). W uzasadnieniu projektu ustawy z 30.08.2019 r. wskazano, że konstrukcja akcji na okaziciela w spółkach niebędących spółkami publicznymi powoduje, że nie jest możliwe zagwarantowanie wymiany informacji podatkowych o uprawnionych z takich akcji, ze względu na brak możliwości ich identyfikacji<sup>6</sup>. Rzeczywiście, nie ma — co do zasady — istotnych powodów, by chroniona była anonimowość akcjonariusza spółki niepublicznej, zwłaszcza, że podmioty zainteresowane anonimowością mogą wykorzystywać instytucję powiernictwa (zob. jednak krytycznie Michalski, 2020, s. 8). Z drugiej zaś strony, realizowana przy pomocy dokumentów akcji na okaziciela funkcja obiegowa, może zostać zastąpiona poprzez dokonywanie wpisów w rejestrach akcjonariuszy, tak jak to ma miejsce obecnie — w uproszczeniu — w przypadku obrotu zdematerializowanymi akcjami spółek publicznych.

Dematerializację akcji imiennych uzasadnia także przede wszystkim konieczność dostosowania instrumentów prawa spółek do wymogów współczesnego obrotu<sup>7</sup>, w coraz większym stopniu realizowanego poprzez wykorzystanie narzędzi elektronicznych (co do uzasadnienia dematerializacja papierów wartościowych zob. np. Romanowski, 2016, s. 113). W przypadku akcji na okaziciela obrót nimi dokonywany jest w aktualnym stanie prawnym przez fizyczne wydanie dokumentu (art. 921<sup>12</sup> k.c.), co — niezależnie od prób łagodzenia tego wymogu — jest rozwiązaniem archaicznym (zob. SN z 3.06.2015 r., V CSK 566/14, Legalis nr 1303598; krytycznie Palka-Bartoszek, 2016, s. 62; Szlęzak, 2017; aprobowując Chłopecki, 2018; Zawada, 2018, art. 921<sup>16</sup> nb 8; Machnikowski, 2019, art. 921<sup>16</sup> nb 1; Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 14). W przypadku akcji imiennych wprowadzie art. 339 k.s.h. (w obecnym brzmieniu) wymaga — dla zbycia akcji — przeniesienia posiadania dokumentu, a legitymacja akcjonariusza wynika nie z posiadania dokumentu, tylko z wpisu w księdze akcyjnej (art. 343 § 1 k.s.h. w obecnym brzmieniu), ale nadal — co do zasady — emisja tych akcji (a następnie obrót nimi) wymaga istnienia dokumentów. Samo zaś przeniesienie akcji imiennych wymaga dokonania określonego zespołu czynności, co komplikuje obrót, nie wspominając już o obecnych w doktrynie (i orzecznictwie) wątpliwościach związanych z dokonywaniem wpisów w księdze akcyjnej i ich skutkami (zob. Nowacki, 4, s. 4 i cytowani tam autorzy).

W Uzasadnieniu (zob. też Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 14) wskazano też na dalsze korzystne skutki wiążące się z dematerializacją, takie jak uproszczenie lub zniesienie instytucji związanych z istnieniem dokumentu akcji, jak np.:

- zakaz obrotu akcjami aportowymi (uchylenie art. 336 k.s.h.),
- zniesienie świadectwa tymczasowego (uchylenie art. 335 k.s.h.),
- zniesienie procedury umarzania dokumentu akcji i wydawania nowego dokumentu w razie jego utraty, zniszczenia lub zmiany stosunków prawnych (uchylenie art. 357 k.s.h.),
- zniesienie wydawania dokumentu akcji przy warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego (zmiana art. 451 § 2 k.s.h.),
- uproszczenie procedury pozbawiania akcjonariusza praw udziałowych w razie uchybienia obowiązkowi spełnienia świadczenia na rzecz spółki w postaci wpłaty na akcje (zmiana art. 331 i nowe art. 331<sup>1</sup> i 331<sup>2</sup> k.s.h.),
- uproszczenie zasad ustalania listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu (zmiana art. 406 k.s.h.).

Zarazem, te uproszczenia (zniesienia) prowadzić będą do usunięcia ryzyk, jakie wiążą się z oparciem obrotu akcjami na dokumentach oraz z legitymacją wynikającą z dokumentów (zwłaszcza w przypadku akcji na okaziciela).

Wskazuje się także, że posługiwanie się przez spółki/akcjonariuszy dokumentami akcji generuje zbędne koszty. Brak jednak, jak dotychczas, wiarygodnych analiz co do kosztów, jakie wiązały się będą z powierzeniem „nadzoru” nad obrotem akcjami podmiotom prowadzącym rejestry. Na gruncie nowych przepisów nie jest też dostatecznie jasne, jakie koszty ma ponosić spółka, a jakie ewentualnie akcjonariusze, oraz jakie świadczenia podmiotu prowadzącego rejestr będą wykonywane w ramach wynagrodzenia za samo prowadzenie rejestru, a za jakie podmiot ten może domagać się dodatkowego wynagrodzenia. Wiele zależy tu od treści umowy zawieranej przez spółkę z takim podmiotem i konkurencyjności ofert usługodawców na rynku.

## Rejestr akcjonariuszy

Rejestr<sup>8</sup> akcjonariuszy<sup>9</sup> ma być prowadzony przez kwalifikowany podmiot, uprawniony na podstawie ustawy z 25.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r. poz. 2286 ze zm.), dalej u.o.i.f.<sup>10</sup>, do prowadzenia rachunków papierów wartościowych (art. 328<sup>1</sup> § 2 k.s.h.), z którym spółka akcyjna — po dokonaniu wyboru podmiotu przez walne zgromadzenie (art. art. 328<sup>1</sup> § 5 k.s.h.)<sup>11</sup> albo jednomyślnie przez założycieli (przy związaniu spółki) — obowiązana jest zawrzeć odpowiednią umowę o świadczenie usług (art. 328<sup>2</sup> § 1 k.s.h.). Zgodnie zaś z art. 328<sup>2</sup> § 2 k.s.h. rozwiązanie przez spółkę umowy jest dopuszczalne jedynie pod warunkiem zawarcia nowej umowy o prowadzenie rejestru (co jednak w naturalny sposób osłabia jej pozycję wobec tak dotychczasowego kontrahenta, jak i tego podmiotu, któremu ma po rozwiązaniu dotychczasowej umowy powierzyć prowadzenie rejestru). Rozwiązanie umowy przez podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy jest dopuszczalne jedynie z ważnych powodów, z zachowaniem terminu wypowiedzenia nie krótszego niż trzy miesiące. Te ograniczenia zapewnić mają ciągłość funkcjonowania rejestru. Podmiot ponosi odpowiedzialność za prawidłowe prowadzenie rejestru, tak wobec spółki (*ex contractu*), jak i wobec akcjonariuszy (*ex delicto*) — por. wyrok SN z 27.6.2012 r., II CSK 636/11, Legalis

nr 537334; Pabis, 2020, art. 328<sup>2</sup>, nb 4; krytycznie o rozwiązaniu, które prowadzi do wyłączenia odpowiedzialności kontraktowej wobec akcjonariusza zob. Michalski, 2020, s. 9.

Rejestr, w którym zamieszcza się dane wskazane w art. 328<sup>3</sup> § 1 k.s.h.<sup>12</sup>, prowadzony elektronicznie<sup>13</sup> ma być jawny dla spółki i dla akcjonariuszy (art. 328<sup>5</sup> § 1 k.s.h.)<sup>14</sup>, a dostęp do niego ma być realizowany za pośrednictwem podmiotu prowadzącego rejestr (art. 328<sup>5</sup> § 2 k.s.h.). Niezależnie od możliwości uzyskania od podmiotu prowadzącego rejestr „odpisu” z rejestru (w formie papierowej albo elektronicznej) na żądanie akcjonariusza albo zastawnika albo użytkownika uprawnionego do wykonywania prawa głosu z akcji, podmiot ten wystawia imienne świadectwo rejestrowe — znak legitymacyjny (zob. Pabis, 2020, art. 328<sup>6</sup>), potwierdzające uprawnienia wynikające z akcji, które nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie zapisów w rejestrze akcjonariuszy (art. 328<sup>6</sup> § 1 i 2 k.s.h.). Wystawienie świadectwa prowadzi do ograniczenia uprawnienia do rozporządzania akcjami przewidzianego w art. 328<sup>7</sup> k.s.h. — akcje w liczbie wskazanej w treści świadectwa nie mogą być przedmiotem rozporządzeń (zbycia, obciążenia) od chwili jego wystawienia do chwili utraty ważności (por. art. 328<sup>8</sup> k.s.h.) albo zwrotu świadectwa przed upływem terminu ważności (na okres ten wystawiający dokonuje blokady odpowiedniej liczby akcji w rejestrze akcjonariuszy)<sup>15</sup>. To ograniczenie rozporządzalności akcjami podmiot prowadzący rejestr powinien brać pod uwagę „z urzędu” (art. 328<sup>4</sup> § 6 k.s.h.) — jeżeli dokonana zostanie czynności zmierzająca do rozporządzenia akcjami objętymi blokadą, powinien on odmówić wpisu rozporządzenia, co — zgodnie z przepisem art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. — oznacza jego bezskuteczność.

Wpisy w rejestrze (wpisem jest także wykreślenie) dokonywane są albo z urzędu (art. 328<sup>4</sup> § 2 k.s.h.), albo na żądanie spółki<sup>16</sup> lub osoby mającej interes prawny w dokonaniu wpisu (to przede wszystkim osoba, której prawa miałyby zostać w ten sposób ujawnione, zmienione lub wykreślone), niezwłocznie, ale nie później niż w terminie tygodnia od dnia „otrzymania”<sup>17</sup> żądania. Jeżeli dokonanie wpisu będzie wymagało usunięcia przeszkody, wpis powinien nastąpić w terminie tygodnia od dnia jej usunięcia (art. 328<sup>4</sup> § 1 k.s.h.).

Wiarygodność wpisów rejestrowych opiera się na m.in. następujących elementach:

- po pierwsze, niezależnie od przyjętej formy elektronicznej rejestru, ma on być prowadzony przez profesjonalny, wyspecjalizowany podmiot w sposób, który zapewnia bezpieczeństwo i integralność zawartych w nim danych, który to podmiot ponosi odpowiedzialność za prawidłowość realizacji obowiązków związanych z rejestrem (art. 328<sup>1</sup> § 4 k.s.h.)<sup>18</sup>;
- po drugie, osoba, która żąda wpisu obowiązana jest wraz z wnioskiem o wpis przedstawić dokumenty uzasadniające dokonanie wpisu (art. 328<sup>4</sup> § 4 k.s.h.), a podmiot prowadzący rejestr ma obowiązek zbadania ich treści i formy<sup>19</sup>;
- po trzecie, przed dokonaniem wpisu podmiot prowadzący rejestr obowiązany jest powiadomić o treści zamierzonego wpisu osobę, której uprawnienia mają być wykreślone, zmienione lub obciążone przez wpis<sup>20</sup>, chyba że wyraziła ona zgodę na wpis (art. 328<sup>4</sup> § 3 k.s.h.);
- po czwarte, przy dokonywaniu wpisów podmiot prowadzący rejestr „uwzględnia ograniczenia co do rozporządzania akcją” (art. 328<sup>4</sup> § 6 k.s.h.)<sup>21</sup>;

- po piąte, o swojej decyzji co do wpisu podmiot prowadzący rejestr obowiązany jest powiadomić wnioskodawcę oraz spółkę (ale skutek wpisu nie jest związany z poprawnym zaopiniowaniem o jego dokonaniu), a w przypadku niedokonania wpisu obowiązany jest powiadomić o tym (tylko) osobę żądającą wpisu, podając przyczyny tej decyzji (art. 328<sup>4</sup> § 7 k.s.h.),

- po szóste obowiązuje zasada wyłączności rejestru — dla danej spółki może być prowadzony tylko jeden rejestr dla wszystkich akcji (tak też Sójka, 2020, gdy chodzi o rejestr akcji prostej spółki akcyjnej).

Wpis w rejestrze — który może być postrzegany jako „nośnik” zdematerializowanej akcji<sup>22</sup>, uzewnętrzniający przysługiwanie prawa określonej osobie — jest podstawą jej legitymacji, bo wobec spółki uważa się za akcjonariusza (uprawnionego z prawa rzeczowego ograniczonego) jedynie osobę wpisaną do rejestru (art. 343 k.s.h.).

## Rozporządzanie akcjami rejestrowymi

Akcje rejestrowe są deklaratywnymi<sup>23</sup>, zdematerializowanymi papierami wartościowym, chociaż ich kwalifikacja jako papierów wartościowych — tak jak i w odniesieniu do akcji inkorporowanych w dokumentach — nie wynika wprost z przepisów Kodeksu spółek handlowych<sup>24</sup>. Znajdują zatem do nich zastosowanie, przynajmniej odpowiednio, przepisy Kodeksu cywilnego odnoszące się bezpośrednio do dokumentowych papierów wartościowych, ogólne przepisy o papierach wartościowych (art. 921<sup>6</sup> i nast. k.c.)<sup>25</sup>. Te jednak nie zawierają uregulowań dotyczących przenoszenia praw z papierów zdematerializowanych<sup>26</sup>. Stąd konieczność zamieszczenia odpowiednich unormowań w Kodeksie spółek handlowych, jako że unormowania dotyczące przelewu (art. 509 i nast.) są, w najlepszym razie, niewystarczające, niezależnie od tego, czy miałyby być stosowane wprost, czy odpowiednio (w odniesieniu do przenoszenia akcji zdematerializowanych w obrocie regulowanym większość autorów podnosi, że przepisy o przelewie nie mogą tu znaleźć zastosowania — tak np. Chłopecki i Dyl, 2006, s. 910; Spyra, 2016, s. 59).

Nowe uregulowanie obrotu akcjami (zdematerializowanymi, rejestrowymi) opiera się na instytucji wpisu w rejestrze akcjonariuszy<sup>27</sup> — na żądanie legitymowanego podmiotu — o przejściu akcji albo o ustanowieniu na akcji ograniczonego prawa rzeczowego ze wskazaniem osoby nabywcy (zastawnika, użytkownika)<sup>28</sup>. Z mocy przepisu art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. wpis ma charakter konstytutywny — „nabycie akcji albo ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego następuje z chwilą dokonania w rejestrze (...) wpisu wskazującego nabywcę albo zastawnika albo użytkownika, liczbę oraz rodzaj, serie i numery (...)”<sup>29</sup>. Z tą też chwilą dochodzi do nabycia prawa i uprawniony uzyskuje legitymację, tak materialną, jak i formalną, wobec spółki (art. 343 § 1 k.s.h.). Wpis w rejestrze jest zdarzeniem prawnym, bo wiąże się z nim skutki cywilnoprawne<sup>30</sup>, w sferze prawnej czy to zbywcy i nabywcy akcji, czy to akcjonariusza i osoby uprawnionej z prawa rzeczowego ograniczonego. Skutki te powstają z mocy prawa w następstwie dokonania wpisu — czynności faktycznej — w sposób przewidziany ustawą (zob. — w odniesieniu do zapisu na rachunku papierów wartościowych w obrocie re-

gulowanym — np. Sójka, 2014, s. 113; Michalski, Wajda, art. 7, nb 13; Potrzeszcz i Siemiątkowski, 2012, art. 339, nb 12).

Czynność wpisu dokonywana jest przez osobę trzecią — podmiot prowadzący rejestr, w następstwie czynności prawnej dochodzącej do skutku między jej uczestnikami. Rolą tego podmiotu jest zapewnienie, by — w przypadku zbycia akcji — wpisowi dotyczącemu nabycia określonej liczby akcji towarzyszyło wykreślenie odpowiedniej liczby akcji po stronie zbywcy (tutaj jednak, odmiennie niż w obrocie regulowanym, akcja przechodzi — z chwilą wpisu — ze zbywcy na nabywcę, bez „pośrednictwa” podmiotu prowadzącego rejestr.). Przyjmując trzeba, w świetle brzmienia przepisu art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h., że wpis nie obejmuje wszystkich wskazanych tam elementów, nie rodzi skutku konstytutywnego. Taki skutek będzie jednak — jak sądzę — związany z wpisem, gdy chodzi o status nabywcy, mimo że nie nastąpiło — z jakichkolwiek powodów — wykreślenie odpowiedniego wpisu dotyczącego zbywcy. Przepis bowiem wiąże skutek rozporządzający (przejście akcji) wprost z chwilą dokonania wpisu, a wykreślenie powinno być jego konsekwencją (w systemie elektronicznym rejestru skutek ten powinien wystąpić automatycznie i równocześnie z wpisem danych dotyczących nabycia akcji). Tak więc wpisy obrazować będą — przez jakiś czas — rzekome równoczesne przysługiwanie tych samych akcji nabywcy i zbywcy, jednakże domniemanie wynikające z wpisu po stronie zbywcy będzie niezgodne z rzeczywistym stanem prawnym (zob. tak co do wpisów na rachunkach papierów wartościowych w obrocie regulowanym np. Chłopecki, 2000, s. 8).

Wpis nie ma charakteru konstytutywnego w kilku wskazanych w § 2 art. 328<sup>9</sup> k.s.h. przypadkach, które ustawodawca określa jako zdarzenia „powodujące z mocy prawa przejście akcji lub ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego na inną osobę”.

Wpis ma charakter deklaratywny także w przypadku objęcia akcji. Taki wpis może nastąpić dopiero po wpisie spółki do rejestru albo wpisie do rejestru podwyższenia kapitału zakładowego (art. 328<sup>9</sup> § 3 k.s.h.)<sup>31</sup>. Z chwilą pierwszego wpisu akcji powstają zdematerializowane papiery wartościowe — akcje rejestrowe, co powoduje poddanie akcji — praw podmiotowych szczególnym regulacjom dotyczącym legitymacji i rozporządzania (zob. w odniesieniu do akcji zdematerializowanych w obrocie regulowanym, np. Michalski i Wajda, 2018, art. 4 nb. 7, art. 7, nb 6). Wprawdzie w Kodeksie spółek handlowych nie zamieszczono przepisu o treści analogicznej jak art. 7 ust. 1 u.o.i.f. (zob. np. J. Jastrzębski, 2009, s. 387; Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 5.), ale powiązanie powstania akcji rejestrowej, jako zdematerializowanego papieru wartościowego, z wpisem wydaje się oczywiste, chociażby ze względu na unormowanie art. 343 k.s.h. Odmienną kwestią jest odpowiedź na pytanie, jak przyjęcie takiego skutku, polegającego na wykreowanie papieru wartościowego inkorporującego prawo akcjonariusza, pogodzić z teorią umowną powstania papierów wartościowych<sup>32</sup>, jeżeli m.in. zważyć, że wpis w tym przypadku dokonywany jest na wniosek spółki, działającej w interesie akcjonariuszy. W każdym razie wpis uzależniony jest od ważnej przyczyny prawnej (istnienie prawa podmiotowego) i następuje na podstawie umowy między spółką — emitentem akcji a podmiotem prowadzącym rejestr, przy czym spółka działa tu — jak się wydaje — na korzyść osoby

trzeciej — akcjonariusza, czyli osoby, której akcja ma być „wydana” poprzez wpis w rejestrze. Zdematerializowany papier wartościowy powstanie, o ile istniało prawo podmiotowe, natomiast nie powinna mieć moim zdaniem znaczenia okoliczność, że umowa między spółką a podmiotem prowadzącym rejestr okazała się, z jakiegokolwiek przyczyny, nieważna.

Do przypadków, gdy przejście akcji następuje z mocy prawa, słusznie zaliczono, w przykładowym wyliczeniu, zdarzenia w postaci dziedziczenia, zapisu windykacyjnego oraz połączenia i podziału spółki. Nie jest natomiast poprawne objęcie wyliczeniem przekształcenia spółki, bo w wyniku przekształcenia nie dochodzi do „przejścia akcji” wchodzących w skład majątku spółki przekształcanej do majątku spółki przekształconej, tylko spółce tej „przysługują” wszystkie prawa należące do spółki przekształcanej (por. art. 553 § 1 k.s.h. w obecnym brzmieniu). Wpis zatem nie ma charakteru konstytutywnego nie z tej przyczyny, że „przejście” akcji następuje w tym przypadku z mocy prawa, tylko dlatego, że uprawniony jest ten sam podmiot, który tylko zmienił „szatę prawną”. Nie dochodzi zatem, tak jak w przypadku łączenia i podziału, do sukcesji.

Nieporozumieniem jest także<sup>33</sup>, moim zdaniem, objęcie tą regulacją wniesienia akcji jako wkładu niepieniężnego do spółki<sup>34</sup>. Wszak wniesienie to dokonywane jest na podstawie czynności prawnej dochodzącej do skutku między wnoszącym a spółką (zob. np. Sójka, 2012, s. 125; Popiołek, 2013), które może nastąpić — ograniczając się tylko do przypadku podwyższenia kapitału zakładowego — przed zarejestrowaniem podwyższenia, jak i później. Nie ma tutaj mowy o „przejściu z mocy prawa” akcji stanowiących przedmiot aportu (przejście przecież nie następuje automatycznie z chwilą wpisu podwyższenia kapitału), więc wyłączenie konstytutywnego skutku wpisu dla przejścia tych akcji powoduje, że nie wiadomo, co najmniej, w jakiej chwili przejdą one na spółkę, do której mają być wniesione jako aport<sup>35</sup>. Przyjąć więc należy w tym przypadku, wobec wyłączenia przez ustawodawcę konstytutywnego charakteru wpisu, że o powstaniu skutku rozporządzającego (nabyciu akcji przez spółkę tytułem wkładu niepieniężnego) decyduje wola stron wyrażona w umowie o objęcie praw udziałowych w spółce otrzymującej aport. W zależności od tego może to być albo umowa o podwójnym skutku albo odrębna czynność rozporządzająca, dokonywana w wykonaniu umowy zobowiązującej, ale pozbawiona elementu „realnego” w postaci wpisu w rejestrze akcjonariuszy spółki, której akcje stanowią przedmiot aportu. Rzecz zainterесowanych jest doprowadzenie do ujawnienia przejścia akcji w tym rejestrze, bo nabywca akcji (spółka, do której zostały one wniesione) jako prawa podmiotowego nie uzyskuje papieru wartościowego, a w konsekwencji nie przysługuje mu legitymacja formalna. Ta bowiem wiąże się wyłącznie z wpisem w rejestrze akcjonariuszy.

Jeżeli chodzi o ukształtowany przepisem art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. reżim przenoszenia praw z akcji zdematerializowanych to sformułować należy wstępnie następujące uwagi.

Po pierwsze, zbycia akcji zdematerializowanych nie jest oparte — odmiennie niż w dotychczasowym stanie prawnym (przynajmniej gdy chodzi — według dominującego poglądu — o akcje imienne<sup>36</sup>) — na konstrukcji przelewu. Wskazuje się, że mamy tu do czynienia z autonomicznym reżimem

przenoszenia praw podmiotowych, właściwym papierom wartościowym „rejestrowym”<sup>37</sup>.

Po drugie, przepis art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. odnosi się tylko do zdarzenia — w postaci wpisu do rejestru — niezbędnego dla wywołania skutku rozporządzającego umowy, której przedmiotem jest rozporządzenie akcją. Poza zakresem uregulowania pozostaje obligacyjna podstawa rozporządzenia (tak też art. 339 k.s.h. w aktualnym stanie prawnym — w odniesieniu do zbycia akcji imiennych). To zaś oznacza, że w tym zakresie znaleźć powinny zastosowanie ogólne konstrukcje polskiego prawa cywilnego. Tak więc podstawą obligacyjną np. zbycia akcji może być np. umowa sprzedaży, której przedmiotem będą prawa (art. 555 k.c.). Jak wiadomo, umowa sprzedaży może zostać zawarta jako umowa o podwójnym skutku (por. np. art. 155 § 1, art. 510 § 1 k.c.)<sup>38</sup> i wówczas skutek rozporządzający następuje z chwilą jej zawarcia, albo też — jeżeli skutek rozporządzający zostanie wyłączony np. na mocy woli stron (por. np. art. 155 § 1 i *fine* k.c.) — przejście prawa nastąpi na mocy odrębnej czynności rozporządzającej. Nie budziło wątpliwości zastosowanie tych konstrukcji w przypadku umowy sprzedaży akcji imiennych<sup>39</sup>, natomiast w przypadku sprzedaży akcji na okaziciela przedmiot kontrowersji stanowiła m.in. kwestia, czy umowa ta rodzi tylko skutek obligacyjny, a skutek rozporządzający wiąże się z rozporządzającą czynnością przeniesienia własności dokumentu poprzez wydanie, czy też nadal utrzymuje się konstrukcja podwójnego skutku, a koniecznym dopełnieniem skutku rozporządzającego jest wydanie dokumentu<sup>40</sup>. W przypadku akcji zdematerializowanych w obrocie regulowanym, w świetle brzmienia przepisu art. 7 ust. 2 u.o.i.f.<sup>41</sup> przyjmuje się na ogół, że umowa sprzedaży nie jest umową o podwójnym skutku, a skutek rozporządzający umowy zobowiązującej wiąże się bezpośrednio z wpisem<sup>42</sup>. Wynika to wprost z przepisu art. 7 ust. 2 zd. 1 u.o.i.f., zgodnie z którym „umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych” — zob. też oparte na takiej samej konstrukcji art. 8 ust. 3 ustawy z 15.01.2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2018 r. poz. 483 ze zm.); art. 8 ust. 1 pkt 2 ustawy z 29.08.1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. 2003, poz. 99 ze zm.); art. 123 ust. 2 ustawy z 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2020 r. poz. 95); art. 90 ust. 7 ustawy z 29.08.1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. z 2019 r. poz. 2357).

Przyjmuje się przy tym, że zapis ten stanowi swoisty odpowiednik czynności realnej, wobec czego czynność przejścia papierów wartościowych w świetle art. 7 ust. 2 u.o.i.f. charakteryzuje się jako czynność *quasi-realną*<sup>43</sup>, a samo dokonanie wpisu na rachunku jako czynność faktyczną, swoisty odpowiednik czynności realnej<sup>44</sup>, zarazem przesłankę nabycia papieru wartościowego dokonywanego w drodze czynności prawnej<sup>45</sup>.

Powstaje pytanie, czy w taki sam sposób należy rozumieć uregulowanie art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. Wątpliwości wiązać się mogą z tym, że przepis ten — w odróżnieniu od art. 7 ust. 2 u.o.i.f. — nie wypowiada się o umowie zobowiązującej (która — jak przewiduje to ten przepis — przenosi akcje zdematerializowane z chwilą dokonania wpisu), tylko ogranicza się do

stwierdzenia, że przejście akcji (inny skutek rozporządzający) następuje z chwilą wpisu. Nie można zatem jednoznacznie stwierdzić, że przeniesienie akcji rejestrowych na mocy czynności prawnej nie zostało oparte na konstrukcji czynności o podwójnym skutku, tj. czynności zobowiązująco-rozporządzającej, bo do rozporządzenia wystarczy umowa zobowiązująca oraz zdarzenie w postaci wpisu. Jeżeli przyjąć, że w istocie umowa o podwójnym skutku jest szczególną postacią umowy zobowiązującej, charakteryzującą się tym, że w porównaniu z innymi czynnościami zobowiązującymi wywiera bogatsze konsekwencje prawne, wyrażające się w bezpośrednim skutku rozporządzającym w odniesieniu do prawa podmiotowego, którego dotyczy<sup>46</sup>, można by twierdzić, że rozważna tu wątpliwość jest nieistotna, bo w konstrukcji art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. chodzi po prostu o „czystą” umowę zobowiązującą, która nie wywołuje bezpośrednio skutku rozporządzającego, bo ten związany jest dopiero z wpisem, albo też o umowę zobowiązującą, której skutek rozporządzający jest odroczone w czasie i uzależniony od dodatkowego zdarzenia prawnego — wpisu (przy takim ujęciu odróżnić trzeba czynność rozporządzającą od jej skutku w postaci rozporządzenia).

Tym niemniej, na tle przyjętego uregulowania można twierdzić, że wpis w rejestrze jest realnym (w szerokim znaczeniu<sup>47</sup>) dopełnieniem stanu faktycznego niezbędnym — ze względu na konstytutywny charakter wpisu — dla wywołania skutku rozporządzającego czy też jego ustawową przesłanką<sup>48</sup>, ale ten wynika albo z umowy o podwójnym skutku, albo z odrębnej czynności rozporządzającej (umowy „czysto rzeczowej”)<sup>49</sup>, zawartej w wykonaniu umowy „czysto” zobowiązującej. Oznaczałoby to, że strony w przypadku wyłączenia np. w umowie sprzedaży skutku rozporządzającego musiałyby (i mogłyby) — przed złożeniem wniosku o wpis — dokonać odrębnej czynności rozporządzającej. To samo dotyczyłoby odpowiednio umowy o ustanowienie użytkowania albo zastawu zwykłego.

Można jednak także twierdzić, że — tak jak w przypadku opisanym w art. 7 ust. 2 u.o.i.f. — sam wpis<sup>50</sup> jest źródłem i podstawą skutku rozporządzającego, zatem strony zawierają uprzednio ważną<sup>51</sup> umowę (o przeniesienie akcji, ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego) o skutku tylko zobowiązującym<sup>52</sup>. Przy takim ujęciu wola wywołania skutku rozporządzającego przejawia się we wniosku o wpis, a jego wystąpienie uzależnione jest od dopełnienia przewidzianych ustawą przesłanek wpisu (treść wniosku, czynność podmiotu prowadzącego rejestr). Umowa zobowiązuje i uprawnia strony do podjęcia czynności wymaganych dla wpisu, ale to dopiero wpis jest zdarzeniem wywołującym skutek rozporządzający<sup>53</sup>.

Ustawodawca nie daje jednoznacznej wskazówki w rozważanej tu kwestii.

Na rzecz pierwszego stanowiska przemawiałoby — wobec braku odmiennego uregulowania w k.s.h. (na wzór art. 7 ust. 2 u.o.i.f.) — odwołanie się do ogólnych konstrukcji prawa cywilnego, gdzie umowne przeniesienie (ustanowienie) prawa wymaga co do zasady dokonania rozporządzającej czynności prawnej (art. 155 i in. k.c.).

Stanowisko drugie można uzasadnić wskazując przede wszystkim na potrzebę uproszczenia konstrukcji prawnych stosowanych w obrocie zdematerializowanymi papierami

wartościowymi. Na poprawność takiego rozwiązania wskazywać może też uregulowanie art. 328<sup>4</sup> § 4 zd 2 k.s.h. zgodnie z którym „podstawę dokonania wpisu stanowi także oświadczenie akcjonariusza o zobowiązaniu do przeniesienia akcji albo obciążenia akcji ograniczonym prawem rzeczowym”. Pomijając w tym miejscu kwestię merytorycznej zasadności tego rozwiązania<sup>54</sup>, wskazuje ono, że dla dokonania wpisu wystarczy istnienie samego „czystego” zobowiązania do rozporządzenia, nie jest zaś konieczne dokonanie czy to czynności o podwójnym skutku, czy to odrębnej czynności rozporządzającej. Innymi słowy, umowa zobowiązująca nie wywołuje skutku rozporządzającego, a kwestia powstania skutku rozporządzającego pozostaje po części w sferze wykonania tej umowy (podjęcie przez strony odpowiednich czynności — wniosek o wpis), a po części w sferze aktywności osoby trzeciej — podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy. Tak zresztą jest także w przypadku związania skutku rozporządzającego z umową stron — także wtedy osiągnięcie jej rezultatu uzależnione jest od odpowiedniej aktywności stron i podmiotu prowadzącego rejestr.

Przypomnieć tu jednak należy, że odstępstwa od podstawowej w prawie polskim zasady czynności prawnych o podwójnym skutku mają charakter wyjątkowy. O ile można zrozumieć odsunięcie w czasie — do momentu wpisu — skutku rozporządzającego (a przez to możliwości rozporządzania przez nabywcę), o tyle — przynajmniej z teoretycznego punktu widzenia — nie było konieczne odejście od konstrukcji czynności zobowiązująco — rozporządzającej z uzależnieniem wystąpienia skutku rozporządzającego od dodatkowej przesłanki — wpisu, tak jak to ma miejsce w przypadku innych czynności, których przedmiotem jest przeniesienie prawa, dochodzące do skutku z chwilą wpisu w księdze wieczystej. W związku z tym nie ma, jak sądzę, wystarczającego uzasadnienia dla pozbawienia stron możliwości dokonania najpierw czynności zobowiązującej z wyłączeniem skutku rozporządzającego, a następnie czynności rozporządzającej<sup>55</sup>, której skutek będzie uzależniony od dodatkowej przesłanki — wpisu.

Sprawa komplikuje się dodatkowo w przypadku zastawu rejestrowego, bo dla jego powstania konieczny jest wpis w rejestrze zastawów (por. art. 2 ust. 1 14 ustawy o zastawie). Jak się wydaje, przyjąć trzeba, że wpis w rejestrze akcjonariuszy możliwy jest, ze skutkiem konstytutywnym, dopiero po spełnieniu przesłanek określonych w art. 2 ust. 1 ustawy o zastawie. Tak więc, strony w pierwszej kolejności zawrzeć muszą umowę zastawniczą (w formie pisemnej pod rygorem nieważności<sup>56</sup>) i dokonać wpisu w rejestrze zastawów, ale zastaw powstanie nie z chwilą wpisu w rejestrze zastawów, ale dopiero z chwilą wpisu w rejestrze akcjonariuszy<sup>57</sup>. Oznacza to, że w okresie między wpisem w rejestrze zastawów a wpisem w rejestrze akcjonariuszy interesy zastawnika nie są w wystarczający sposób chronione (zob. odpowiednio Sokal, 2004, s. 214). Taka sytuacja nie będzie miała miejsca, jeżeli zastawca — przed zawarciem umowy zastawniczej — pobierze imienne świadectwo rejestrowe prowadzące do blokady akcji, które mają stać się przedmiotem zastawu, następnie zostanie ustanowiony zastaw rejestrowy, a kolejnym krokiem będzie wniosek o wpis w rejestrze akcjonariuszy, któremu towarzy-

szyc będzie zwrot świadectwa. Wprawdzie i w tym przypadku zastaw powstanie dopiero z chwilą wpisu w rejestrze akcjonariuszy, ale zastawca nie będzie mógł zbyć akcji po zawarciu umowy zastawniczej.

### Konsekwencje rozwiązania przyjętego w art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h.

Wskazać należy na niektóre konsekwencje przyjętego w art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. rozwiązania, niezależnie od rozstrzygnięcia wyżej wskazanej kwestii.

**Po pierwsze**, nabycie akcji następuje dopiero z chwilą wpisu, co oznacza, że wobec podmiotu prowadzącego rejestr nabywca dysponuje tylko — w najlepszym razie — roszczeniem o dokonanie wpisu. Przewidziany w przepisie okres, w którym wpis ma nastąpić, czy też nieuzasadniona odmowa wpisu albo jego opóźnienie, prowadzi do pozbawienia nabywcy korzyści z akcji, należnych uprawnionemu w okresie od zawarcia umowy, mającej za przedmiot zbycie, do dnia wpisu. Strony zawierające umowę, mającej za przedmiot zbycie akcji, świadome tego stanu rzeczy, muszą zatem uregulować we wzajemnych stosunkach komu i na jakich zasadach (np. przez przelew wierzytelności o wypłatę dywidendy) te korzyści będą przysługiwać.

**Po drugie**, czynności prawne rozporządzające mają w prawie polskim co do zasady charakter kauzalny<sup>58</sup> i brak wyraźnego wskazania na charakter abstrakcyjny rozporządzenia sprzeciwia się przyjmowaniu takiego rozwiązania<sup>59</sup>. Nie ma podstaw dla wyłączenia tej zasady w odniesieniu do czynności stanowiącej podstawę rozporządzenia akcją, mimo tego, że nie znajdują tutaj zastosowania przepisy o przelewie i że art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. kreuje autonomiczny mechanizm rozporządzania akcjami rejestrowymi. W konsekwencji, jeżeli okaże się, że umowa obligacyjna stanowiąca podstawę rozporządzenia (np. umowa sprzedaży akcji, umowa o ustanowienie zastawu albo użytkowania) była nieważna, czy też nieważna była zawarta w jej wykonaniu umowa czynność rozporządzająca (jeżeli przyjąć, że powinna ona zostać zawarta), to dokonany na tej podstawie wpis nie może rodzić skutku w postaci przeniesienia akcji czy obciążenia jej prawem rzeczowym ograniczonym. Nie ma on bowiem charakteru sanującego (tak też Pabis, 2020, art. 328<sup>4</sup> nb 2).

To samo dotyczy innych sytuacji, w której wpis dokonywany jest bez podstawy prawnej, np. bez wniosku złożonego przez uprawniony podmiot, albo niezgodnie z treścią tego wniosku (mówiąc szerzej, wpis dokonany zostanie niezgodnie z określonymi w ustawie regułami jego dokonania). Nie dojdzie także — jak już wspomniano — do rozporządzenia nieistniejącymi, „pozornymi” akcjami (które nie powstały jako prawa podmiotowe), także wówczas, gdy nastąpi ich rzekome zbycie przez nieuprawnionego na rzecz nabywcy działającego w dobrej wierze. Wpis do rejestru nieistniejących praw podmiotowych nie wywołuje bowiem żadnych skutków prawnych<sup>60</sup>.

**Po trzecie**, powiązanie skutku rozporządzającego z wpisem, a nie z przeniesieniem posiadania/wydania dokumentu akcyjnego pozwala na identyfikację osoby materialnie upraw-

nionej do wykonywania praw z akcji, co eliminuje wątpliwości w tym zakresie, jakie związane były przede wszystkim z rozporządzaniem akcjami inkorporowanymi w dokumentach na okaziciela<sup>61</sup>. Zarazem zachowana zostaje, poprzez specyficzny element „realności”, zasada stosowania umów realnych w przypadku umów przenoszących papiery wartościowe w formie dokumentowej (por. art. 517 § 2, art. 921<sup>8</sup>, 9219 § 3 oraz art. 921<sup>12</sup> k.c.), co zapewnia jawność czynności prawnej i uzewnętrznienie prawa przysługującego osobie ujawnionej w rejestrze.

System rejestru powoduje też, że ustanowienie zastawu czy użytkowania na akcjach, następujące w wyniku wpisu (wraz z odpowiednimi informacjami, wpisywanymi na żądanie osoby mającej interes prawny — art. 328<sup>3</sup> § 1 pkt. 6, 7 i 8 k.s.h.), nie będzie prowadziło do faktycznego ograniczenia ich zbywalności (zob. też Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 15), z wyjątkiem możliwości, jakie stwarzają przepisy o zastawie rejestrowym (zob. art. 14 ustawy o zastawie).

**Po czwarte**, przepisy kodeksu spółek handlowych nie określają formy czynności prawnej zbycia akcji rejestrowych (w aktualnym stanie prawnym — w przypadku akcji imiennych — wynikający z art. 339 k.s.h. wymóg zachowania formy pisemnej). Teoretycznie oznacza to swobodę wyboru formy, a także dokonanie czynności bez zachowania jakiegokolwiek formy (z zastrzeżeniem zachowania wymogów formy zastrzeżonych np. ze względu na rodzaj czynności — np. umowa darowizny — por. art. 890 § 1 zd. 1 k.c.). Jednak z art. 328<sup>4</sup> § 4 k.s.h. wynika wymóg przedłożenia podmiotowi prowadzącemu rejestr akcjonariuszy dokumentów uzasadniających dokonanie wpisu, co oznacza, że w praktyce umowa przeniesienia akcji (ustanowienia prawa rzeczowego ograniczonego, z wyjątkiem zastawu rejestrowego, gdzie wymagana jest forma pisemna pod rygorem nieważności) wymaga przynajmniej formy dokumentowej albo formy pisemnej<sup>62</sup>. Obrót akcjami może być zatem dokonywany na podstawie oświadczeń składanych mailem, sms czy innych elektronicznych komunikatorów, w tym także programów komputerowych automatyzujących obrót<sup>63</sup>, byleby zachowane były wymogi formy dokumentowej (art. 77<sup>2</sup> i art. 77<sup>3</sup> k.c.).

**Po piąte**, wątpliwości dotyczyć mogą możliwości nabycia akcji rejestrowych od osoby nieuprawnionej, a więc ich nabycia przez nabywcę działającego w dobrej wierze, w zaufaniu do wpisów rejestrowych. W przypadku akcji dokumentowych w polskiej doktrynie prezentowany był pogląd o zastosowaniu w odniesieniu do nich przepisów art. 169 k.c.<sup>64</sup>. W odniesieniu do akcji zdematerializowanych (w obrocie regulowanym) zaś podkreślano, że chociaż rezygnacja z postaci dokumentowej akcji oraz prowadzenie rejestrów i rachunków przez wyspecjalizowane podmioty redukuje niebezpieczeństwo rozporządzania akcjami przez podmioty nieuprawnione, to jednak zaistnienia takich sytuacji nie można wykluczyć. Wskazywano zatem, że jeżeli zachodzi rozbieżność między stanem ujawnionym w rejestrze (na rachunku) a rzeczywistym stanem prawnym, to ochronie powinien podlegać — na podstawie art. 169 k.c. — nabywca papierów zdematerializowanych, działający w dobrej wierze w zaufaniu do prawidłowego funkcjonowania systemu depozytowo-rejestrowego oraz do wiarygodności danych rejestrowych (tak np. Godlewski, 2017,

s. 362; odmiennie jednak Opalski, 2016, art. 339, nb 10; zob. też art. 18 konwencji UNIDROIT).

W odniesieniu do akcji rejestrowych prostych spółek akcyjnych zaprezentowano już w polskiej doktrynie pogląd, że działającemu w dobrej wierze nabywcy akcji zdematerializowanych powinna przysługiwać, w przypadku ich zbycia przez podmiot nieuprawniony, ochrona na podstawie art. 169 k.c. (Sójka, 2020, s. 9; Sójka, 2014, s. 117). Nie chodzi przy tym o analogiczne stosowanie unormowań prawa rzeczowego, tylko o przyjęcie założenia, że z art. 169 k.c. wynika także norma chroniąca nabywcę w dobrej wierze praw majątkowych inkorporowanych w papierach wartościowych na okaziciela, a to z kolei oznacza dopuszczalność wyinterpretowania z art. 169 k.c. normy przyznającej ochronę nabywcy akcji zdematerializowanych (rejestrowych) działającemu w dobrej wierze (w zaufaniu do wpisów w rejestrze). Zdematerializowany papier wartościowy stanowi bowiem dostosowaną do wymogów dematerializacji kontynuację instytucji papierów wartościowych na okaziciela, gdzie funkcję dokumentu przejmuje wpis w rejestrze akcjonariuszy.

Bezspornie nie można odmówić po części racji celowościowym argumentom Autora. Nie można jednak zapominać, po pierwsze, że prawo polskie chroni dobrą wiarę uczestnika

obrotu cywilnoprawnego w celu przełamania zasady *nemo plus iuris* tylko wyjątkowo, z wszystkimi wiążącymi się z tym dla interpretacji przepisów konsekwencjami. Po drugie, wprawdzie przepisy art. 169 k.c. chronią także nabywców praw majątkowych inkorporowanych w dokumentach na okaziciela (choć nie wprost, tylko poprzez ochronę nabycia własności dokumentu), ale czynią to właśnie ze względu na „rzeczowy” nośnik prawa, co pozwala na badanie dopełnienia przesłanek „wydania” i „objęcia w posiadanie”<sup>65</sup>. Tym przesłankom nie odpowiada bezpośrednio okoliczność wpisu w rejestrze akcjonariuszy, dokonanego na wniosek nieuprawnionego<sup>66</sup>, chociaż zapewne można twierdzić, że wpis na odpowiednich rachunkach zastępuje, z jednej strony, wydanie (wpis na rachunku zbywcy), a z drugiej strony, objęcie w posiadanie (wpis na rachunku nabywcy). Tym niemniej, w tym stanie rzeczy, propozycja wywodzenia z art. 169 k.c. normy uzasadniającej ochronę nabywców w dobrej wierze akcji ujawnionych w rejestrze na rzecz nieuprawnionego, wydaje się zbyt daleko idąca. Za zasadną uznać należy interwencję ustawodawcy, wyraźnie przyznającą taką ochronę podmiotom działającym, w dobrej wierze, w zaufaniu do wpisów rejestru akcjonariuszy.

## Przypisy/Notes

<sup>1</sup> Powoływane dalej przepisy kodeksu spółek handlowych, o ile nie wskazano inaczej, to przepisy w brzmieniu nadanym tą ustawą.

<sup>2</sup> Spółką publiczną, zgodnie z definicją zawartą w art. 4 § 1 pkt 6 k.s.h., jest spółka „w rozumieniu przepisów o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych”; zgodnie zaś z art. 4 pkt 20 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 ze zm., dalej u.o.p.), w brzmieniu obowiązującym od 30.11.2019 r., przez spółkę publiczną rozumie się spółkę „której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej”. Bliżej zob. Tański, 2019, s. 44.

<sup>3</sup> W doktrynie zgłaszane były wcześniej postulaty dematerializacji akcji spółek niepublicznych, jednak nieobowiązkowej — zob. Mazgaj, 2016, s. 321; Romanowski, 2009, s. 12. Co do dematerializacji innych papierów wartościowych zob. np. Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 15.

<sup>4</sup> Por. art. 15 i nast. ustawy z 30.08.2019 r. (w brzmieniu nadanym art. 43 ustawy z 14.05.2020 o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenieniem się wirusa SARS-CoV-2, Dz.U. z 2020 r. poz. 875, dalej ustawa z 14.05.2020 r.). Jeżeli spółka nie doprowadzi do rejestracji akcji w rejestrze akcjonariuszy to nie oznaczać to będzie utraty praw udziałowych, ale pozbawienie akcjonariuszy instrumentu legitymacji formalnej. Dokumenty akcji jednak nie będą już papierami wartościowymi i, w konsekwencji, ani nie będą pełniły funkcji legitymacyjnej, ani nie będą mogły być wykorzystywane jako nośniki prawa w obrocie. Substytutem będzie tu unormowanie art. 15 ust. 2 ustawy z 30.08.2019 r. — do 1.03.2026 r. dokumenty akcji zachowują moc dowodową w zakresie wykazywania przez akcjonariusza wobec spółki, że przysługują mu prawa udziałowe (co do tego uregulowania zob. bliżej Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 18). Spółki obowiązane są podjąć w 2020 r. czynności prowadzące do zamiany dokumentów na wpisy w rejestrze. I tak, spółki powinny wezwać akcjonariuszy pięciokrotnie, w sposób właściwy dla zwoływania walnego zgromadzenia, do złożenia dokumentów akcji w spółce. Pierwsze wezwania dokonuje się do 30.09.2020 r. Przed pierwszym wezwaniem spółki są obowiązane do zawarcia umowy o prowadzenie rejestru akcjonariuszy z podmiotem wybranym przez walne zgromadzenie. Naruszenie tych obowiązków zagrożone jest sankcjami, o których mowa w art. 18 ustawy. Jeżeli zarząd nie doprowadzi do zawarcia umowy o prowadzenie rejestru, poniesie odpowiedzialność za wyrządzoną w ten sposób akcjonariuszom szkodę (art. 483 k.s.h. w dotychczasowym brzmieniu).

<sup>5</sup> Przy zachowaniu podziału akcje na imienne i na okaziciela, zob. art. 334 § 1 k.s.h. (który nie ulega zmianie). Utrzymanie tego podziału, który — w przypadku nowego sposobu rozporządzania akcjami — nie ma znaczenia, wiąże się m.in. z zachowaniem uregulowań dotyczących uprzywilejowania akcji czy dopuszczalności statutowych ograniczeń rozporządzania akcjami imiennymi.

<sup>6</sup> Pismo Prezesa RM do Marszałka Sejmu z 12.06.2019 r. (DKPL, WK. 10.2.23.2019, JW (23), RM-10-76-19, UD 117), www.orka.gov.sejm.pl, dalej Uzasadnienie. Zob. też Pabis, 2020, art. 328, nb. 11. Jak wskazano w Uzasadnieniu Minister Finansów podnosił, że Polska jest przez to zaliczana do krajów wysokiego ryzyka i stan taki może odbić się niekorzystnie na pozycji Polski na forum międzynarodowym; po opracowaniu przez Komisję Kodyfikacyjną Prawa Cywilnego Wstępnych założeń nowelizacji Kodeksu Spółek Handlowych wprowadzającej obowiązek dematerializacji akcji na okaziciela, Minister Finansów wskazywał na pilność podjęcia prac legislacyjnych z uwagi na ryzyko zaklasyfikowania Polski do krajów niespełniających standardów wymiany informacji; zob. też Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 13.

<sup>7</sup> Zresztą w praktyce spółki często albo w ogóle nie emitują dokumentów akcji, albo ich nie wydają akcjonariuszom, tylko posługują się odcinkami zbiorowymi lub akceptują obrót akcjami bez fizycznego użycia dokumentów, które złożone są w domach maklerskich. W tym drugim przypadku władztwo nad dokumentem przeniesione jest np. poprzez oświadczenia o przeniesieniu posiadania dokumentu akcji i powiadomienie domu maklerskiego (por. art. 350 k.c.).

<sup>8</sup> W Uzasadnieniu wskazano, że materialnoprawne skutki jakie wiążą się z wpisem do rejestru uzasadniały przyjęcie terminu „rejestr” (a nie „ewidencja”). Podkreślono, że zgodnie z tradycją cywilistyczną, wykazy wykraczające swym znaczeniem poza funkcje informacyjne (rodzące skutki materialno prawne) nazywać „rejestrami”.

<sup>9</sup> Rejestr akcjonariuszy prowadzony jest dla spółki i nie może przybrać postaci zbioru rachunków akcji dla poszczególnych akcjonariuszy (jednostopniowy model rejestru — bliżej zob. Uzasadnienie). Co do funkcji rejestru zob. Sójka, 2020, s. 5; Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 15.

<sup>10</sup> Nie jest jasny powód, dla którego taka kompetencja nie może zostać powierzona — odmiennie niż w przypadku prostej spółki akcyjnej — notariuszom (art. 300<sup>31</sup> § 1 k.s.h.). Także oni są podmiotami zaufania publicznego, poddani odpowiedniemu nadzorowi. Niewielkie, „prywatne” spółki akcyjne nie różnią się przecież znacząco od prostych spółek akcyjnych, w takim kształcie, jaki został im nadany przepisami Kodeksu spółek handlowych.

<sup>11</sup> Ów wybór to w istocie zarazem zgoda na zawarcie przez zarząd spółki odpowiedniej umowy — znajdują tu więc zastosowanie przepisy art. 17 § 1 i 2 k.s.h.

<sup>12</sup> O ograniczeniach co do rozporządzania akcją (art. 328 § 1 pkt 9–11 k.s.h.). Informacje podstawowe, wskazane w przepisie, w znacznej mierze odpowiadają treści dokumentu akcji, określonej w art. 328 § 1 k.s.h. w obecnym brzmieniu oraz danym ujawnianym w księdze akcyjnej (art. 341 k.s.h. w obecnym brzmieniu) — zob. Pabis, 2020, art. 328.



<sup>13</sup> Co do rozumienia tego pojęcia zob. Pabis, 2016, art. 400. Rejestr może mieć postać rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. Co do rozumienia tego pojęcia zob. Uzasadnienie; Sójka, 2020, s. 8 i cytowani tam autorzy.

<sup>14</sup> Przyjęte w tym zakresie rozwiązanie odpowiada zamieszczonemu w przepisach dotyczących księgi akcyjnej (art. 341 § 1 i § 7 k.s.h. w obecnym brzmieniu) — zob. bliżej Pabis, 2020, art. 328<sup>5</sup>. Krytycznie o bezwzględnej jawności wobec akcjonariuszy zob. Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 17.

<sup>15</sup> To rozwiązanie, wzorowane na art. 11 ust. 1 u.o.i.f., zapobiega ryzyku rozejścia się legitymacji formalnej i materialnej akcji wobec faktu, że nie będą istniały dokumenty, będące dotychczas podstawą legitymacji formalnej z akcji na okaziciela.

<sup>16</sup> Dotyczy to zwłaszcza pierwszych wpisów w rejestrze, dokonywanych po zarejestrowaniu spółki albo podwyższenia kapitału zakładowego — zob. ponadto Pabis, 2020, art. 328<sup>4</sup>, nb 5.

<sup>17</sup> Nie jest jasna przyczyna, dla której zastosowano tu rozwiązanie odbiegające od przyjętej w polskim prawie cywilnym zasady, że oświadczenie woli (np. z żądaniem wpisu w rejestrze) uznaje się za złożone z chwilą doręczenia (art. 61 § 1 k.c.). W każdym razie Uzasadnienie tego nie wyjaśnia. Można sądzić, że w ten sposób — jeżeli „otrzymanie” traktować inaczej niż „doręczenie” — ryzyko niezapoznania się przez podmiot prowadzący rejestr (np. wskutek nieodebrania przesyłki) z żądaniem i niedokonania wpisu zostaje przeniesione z tego podmiotu na wnioskodawcę.

<sup>18</sup> Chodzi tu m.in. o odpowiedzialność w reżimie kontraktowym (niewykonanie albo nienależyte zobowiązania), niezależnie od tego, czy umowa zawarta ze spółką w kwestii takiej się wypowiada. Wobec ustawowego określenia odpowiedzialności podmiotu prowadzącego rejestr nie jest m. zd. dopuszczalne umowne ograniczenie przesłanek i zakresu tej odpowiedzialności, niezależnie od ograniczenia przewidzianego w art. 473 § 2 k.c. Nie wydaje się przy tym, by z treści przepisu art. 328<sup>1</sup> § 4 k.s.h. można było wyprowadzić wniosek, że przesłanki odpowiedzialności kontraktowej podmiotu prowadzącego rejestr są ostrzejsze niż to przewidują art. 471 i 472 w związku z art. 355 § 2 k.c.

<sup>19</sup> Przy czym podmiot ten nie ma obowiązku badania zgodności z prawem oraz prawdziwości tych dokumentów, w tym podpisów zbywcy akcji lub osób ustanawiających ograniczone prawo rzeczowe na akcji, chyba że powożmie w tym względzie „uzasadnione wątpliwości” (art. 328<sup>4</sup> § 5 k.s.h.). Istnienie takich wątpliwości może stanowić „przeszkodę”, o której mowa w art. 328<sup>4</sup> § 1 k.s.h. (zob. też Pabis, 2020, art. 328<sup>4</sup> nb 7). Jest także oczywiste, że podmiot prowadzący rejestr nie ma kompetencji do rozstrzygania kwestii spornych powstających w związku z żądaniem wpisu. W przypadku zaistnienia sporu, jeżeli badanie związane z rozstrzygnięciem „uzasadnionych wątpliwości” nie przyniesie efektu, wiążące będzie rozstrzygnięcie sądu, tak jak to ma miejsce w przypadku sprzeciwu, o którym mowa w art. 341 § 4 k.s.h. w obecnym brzmieniu (zob. np. wyrok SN z 27.04.2007 r., I CSK 11/07, OSNC 2008/5, poz. 51).

<sup>20</sup> Przepisy o rejestrze nie przewidują jednak instytucji „sprzeciwu” na wzór art. 341 § 4 k.s.h., a — w konsekwencji — automatycznego wstrzymania wpisu w przypadku jego wniesienia. Na takim rozwiązaniu zaważyły m.in. negatywne doświadczenia związane z instrumentalnym wykorzystywaniem instytucji sprzeciwu — zob. Uzasadnienie; Pabis, 2020, art. 328<sup>4</sup> nb 11). Interes osoby, której uprawnienia mogą być zmienione w związku z wpisem, są jednak chronione tylko przez obowiązek powiadomienia jej o treści zamierzonego wpisu. Jednakże ochrona ta jest iluzoryczna. Po pierwsze dlatego, że wpis nastąpić ma w terminie tygodnia, niezależnie od tego, czy zawiadomienie dotarło do zainteresowanego, czy nie. Po drugie, jego ewentualny sprzeciw nie będzie miał znaczenia, jeżeli nie wywoła „uzasadnionych wątpliwości”. Po trzecie, jak można sądzić, wpis wywoła związane z nim skutki także wówczas, gdy podmiot prowadzący rejestr uchybi swoim obowiązkom (np. nie zawiadomi zainteresowanego o wniosku).

<sup>21</sup> Chodzi tu, jak należy rozumieć, tylko o ograniczenia rozporządzalności (por. art. 57 § 1 k.c.), wynikające z ustawy lub statutu.

<sup>22</sup> Zob. co do wpisów, o których w obecnym stanie prawnym mowa w art. 7 u.o.i.f., np. Sobolewski, 1999, s. 240; Zoll, 2004, s. 34; Szumański, 2006, s. 32.

<sup>23</sup> Por. art. 328<sup>9</sup> § 3 k.s.h. Tak też w dotychczasowym stanie prawnym, gdy chodzi o dokumenty akcji, zob. zamiast wielu np. Opalski, 2016, art. 328, nb 1. Oznacza to m.in., że wpis w rejestrze akcjonariuszy sam w sobie nie stanowi warunku wystarczającego do powstania papieru wartościowego, jeśli wcześniej nie istniało prawo podmiotowe powstające zgodnie z odpowiednimi regułami funkcjonowania spółki akcyjnej. Wpis w rejestrze musi być zatem zawsze poprzedzony odpowiednimi zdarzeniami, których skutkiem jest powstanie akcji. „Akcja” ujawniona w rejestrze, mimo iż nie powstało prawo podmiotowe, które miało być w niej inkorporowane (np. nieważność umowy o objęcie akcji, stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału zakładowego) jest tylko „pozorem prawa” (tak też Sójka, 2020, s. 10).

<sup>24</sup> Zob. Uzasadnienie; ponadto Sójka, 2020, s. 5.

<sup>25</sup> W polskiej doktrynie obecne są jednak także głosy, że przepisy Kodeksu cywilnego o papierach wartościowych mają zastosowanie wyłącznie do papierów wartościowych występujących w postaci materialnej — tak np. Bączyk, 2000, s. 45; Zawada, 2018, art. 921<sup>6</sup>, nb 32; krytycznie Romanowski, 2014, art. 7, nb 243, art. 7, nb 243; Jastrzębski, 2009, s. 354; Zacharzewski, 2016, s. 36.

<sup>26</sup> Z mocy art. 19 ustawy z 30.08.2019 r. do 1.03.2021 r. do wykonywania i przenoszenia praw z akcji na okaziciela, których dokumenty zostały złożone w spółce, stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące akcji imiennych, co oznacza zastosowanie przepisu art. 339 k.s.h. w obecnym brzmieniu (a więc m.in. dopuszczalność przeniesienia posiadania w trybie art. 350 k.c.).

<sup>27</sup> Przepisy art. 328<sup>1</sup> i nast. k.s.h. dotyczą przypadku, gdy akcje spółki niebędącej spółką publiczną zostaną zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f. W takim przypadku kwestie rozporządzania akcjami, prowadzenia rejestru, itd. regulowane są przepisami tej ustawy.

<sup>28</sup> W rejestrze, na żądanie zastawnika albo użytkownika, umieszcza się również wpis informujący, że przysługuje mu prawo wykonywania prawa głosu z obciążonej akcji (art. 3283 § 1 pkt 7 k.s.h.), czyli o uprawnieniu ustanowionym zgodnie z przepisem art. 340 k.s.h.

<sup>28</sup> Mechanizm ten opiera się na wzorcu obowiązującym dla zbywania zdematerializowanych papierów wartościowych, uregulowanym w art. 7 ust. 2 u.o.i.f. Możliwe jest także posługiwanie się kodem, o którym mowa w art. 55 u.o.i.f. Zob. też np. art. 11 przyjętej 9.10.2009 r., według projektu opracowanego przez UNIDROIT, konwencji genewskiej dotyczącej prawa materialnego dla papierów wartościowych zapisanych na rachunku w instytucji pośredniczącej (tekst np. Draft CONF. 11/2 — Doc. 4/Conf. 11- Doc. 48. Rev.), dalej konwencja UNIDROIT); bliżej zob. np. Glicz, 016, s. 1579.

<sup>30</sup> Zob. — w odniesieniu do zapisu na rachunku papierów wartościowych w obrocie regulowanym — np. Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 13.

<sup>31</sup> To rozwiązanie stanowi odpowiednik zakazu wydawania dokumentów akcji przed wpisem spółki/podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru KRS (por. art. 322 i art. 431 § 7 k.s.h. w dotychczasowym brzmieniu).

<sup>32</sup> Kwestia ta, na gruncie przepisu art. 7 ust. 1 u.o.i.f., jest przedmiotem kontrowersji — zob. np. Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 6; Romanowski, 2014, art. 7, nb 249 (który opowiada się za teorią emisyjną rozumianą jako kwalifikowana teoria umowna).

<sup>33</sup> Rozwiązanie za poprawne uznają Sójka, 2020, s. 9; Pabis, 2020, art. 328<sup>9</sup> nb. 6.

<sup>34</sup> Nie jest przy tym jasne, czy chodzi tylko o spółki kapitałowe, czy także osobowe. Bezsprzecznie przepis dotyczy także wkładu do spółki komandytowo — akcyjnej (zob. art. 133 § 1 pkt 8 k.s.h.), natomiast w przepisach o pozostałych spółkach osobowych mowa o „świadczeniu niepieniężnym”, a nie o „wkładach niepieniężnych” (por. art. 107 § 1 k.s.h.; występujący w publikacjach k.s.h. tytuł art. 49 — „Wkład niepieniężny” nie jest elementem tekstu normatywnego). Sądzę, że wyjątki opisane w § 2 art. 328<sup>9</sup> k.s.h. należy interpretować ściśle, co oznaczałoby, że wniesienie akcji tytułem „wkładów niepieniężnych” do spółek osobowych powinno podlegać reżimowi konstytutywnego wpisu.

<sup>35</sup> Co więcej, w tym przypadku nie będzie realizowana funkcja ochronna, jaką wiąże się z konstytutywnym charakterem wpisu przejścia akcji ze zbywcy na nabywcę.

<sup>36</sup> Zob. Opalski, 2016, art. 339, nb 1 i cytowani tam autorzy. W przypadku przeniesienia akcji na okaziciela przepisy o przelewie znajdują zastosowanie — jak to się zwykle przyjmuje — odpowiednio por. Opalski, 2016, art. 339 nb 7.

<sup>37</sup> Tak Uzasadnienie; zob. też odpowiednio w odniesieniu do reżimu przenoszenia zdematerializowanych papierów wartościowych w obrocie regulowanym np. Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 12; Chlopecki i Dyl, 2006, s. 911.

<sup>38</sup> Pomijam tu sporną w doktrynie kwestię istoty umowy o podwójnym skutku, zob. bliżej np. Grykiel, Olejniczak i Radwański, 2019, s. 263 i cytowani tam autorzy.

<sup>39</sup> Zob. np. Opalski, 2016, art. 339, nb 1 i cytowani tam autorzy; Sołtysiński i Sójka, 2013, art. 339, nb 1.

<sup>40</sup> Zob. Sołtysiński i Sójka, 2013, nb 13.

<sup>41</sup> Przepis ten powtarza wcześniejsze uregulowanie art. 7 ust. 3 ustawy z 21.08.1997 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2007 r. nr 118, poz. 754 ze zm.). Co do dyskusji na temat tego uregulowania zob. Romanowski, 2014, art. 7, nb 252 i cytowani tam autorzy.

<sup>42</sup> Zob. np. Opalski, 2016, art. 339, nb 13; Chłopecki, 2001, s. 175; Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 13; Sobolewski, 1999, s. 253. Odmienne Romanowski, 2003, s. 178. Sporna jest także kwestia sposobu zawierania i skutków umów na rynku regulowanym, zob. np. poglądy prezentowane przez Chłopecki, 2001, s. 240; Sołtyśński i Sójka, 2013, art. 339, nb 29; Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 14; Romanowski, 2000, s. 278.

<sup>43</sup> Tak np. Jastrzębski, 2009, s. 393; Romanowski, 2006, s. 26. Niektórzy autorzy wskazują, że w istocie zasady przenoszenia akcji zdematerializowanych nie różnią się istotnie od zasad przenoszenia akcji związanych z dokumentem — tak np. Sójka, 2014, s. 116.

<sup>44</sup> Zob. np. Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb. 13; Włodarska, 2005, s. 112; Sobolewski, 1999, s. 253.

<sup>45</sup> Por. m. in Jastrzębski, 2009, s. 395; Michalski i Wajda, 2018, art. 7, nb 13.

<sup>46</sup> Tak Grykiel, Olejniczak i Radwański, 2019, s. 264 i cytowani tam autorzy.

<sup>47</sup> W literaturze przedmiotu sporne jest to, czy pojęcie czynności prawnych realnych obejmuje tylko czynności, które do ich dokonania wymagają przeniesienia władztwa nad rzeczą (tak np. Katner, 1992, s. 49–50; Grykiel, Olejniczak i Radwański, 2019, s. 260), czy również inne czynności prawne, których dokonanie wymaga określonego aktu realnego, np. czy to wydania rzeczy, czy to konstytutywnego wpisu w księdze wieczystej (tak Ignatowicz i Stefaniuk, 2012, s. 89; Romanowski, 2003, s. 21, 161; Sobolewski, 1999, s. 244). Bliższe mi jest to drugie ujęcie.

<sup>48</sup> Należy zauważyć, że brak jest w doktrynie zgody co do charakteru prawnego takiego zdarzenia jak wpis w rejestrze publicznym od dokonania którego zależy powstanie skutku rozporządzającego, a więc co do istoty wpisu konstytutywnego. Część doktryny stoi na stanowisku, że stanowi on *conditio iuris*, czyli ustawową przesłankę skuteczności czynności prawnej (tak np. Piasecki, 1996, s. 17; Doliwa, 2002, s. 472; Pisuliński, 2002, s. 239; Swaczyna, 2007, s. 86; zob. też wyrok SN z 22.05.2002 r., I CKN 237/00, *Legalis* nr 59248, wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 2.10.2007 r., I ACa 756/07, OSA 2009/4, poz. 13). Według innego poglądu wpis konstytutywny jest elementem stanu faktycznego składającego się na czynność prawną, zatem dopiero z chwilą wpisu dochodzi do dokonania czynności prawnej (tak np. Gwiadomski, 1973, s. 58–59). Można w każdym razie powiedzieć, w uproszczeniu, że wpis stanowi ekwiwalent przeniesienia posiadania/wydania dokumentu jako przesłanki zbycia akcji w reżimie dotychczasowym. Zob. np. Zoll, 2004, s. 33 co do zapisu na rachunku papierów wartościowych.

<sup>49</sup> Por. np. art. 27 zd. 2 ustawy z 21.08.1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. z 2020 r. poz. 65); art. 7 ust. 2 ustawy z 24.06.1994 r. o własności lokali (Dz.U. z 2019 r. poz. 737 ze zm.); art. 2451 k.c.; art. 67 ustawy z 6.07.1982 r. o księgach wieczystych i hipotecce (Dz.U. z 2019 r. poz. 2204); art. 17 ust. 1 zd. 2 ustawy z 6.12.1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. z 2018 r. poz. 2017, dalej ustawa o zastawie). Te rozwiązania mają jednak w polskim prawie cywilnym charakter wyjątkowy. Zob. co do przeniesienia użytkownika wieczystego np. Truskiewicz, 2012, s. 28; co do ustanowienia odrębnej własności lokalu np. Zawadzka, 2019, art. 8, nb 13; co do przeniesienia ograniczonego prawa rzeczowego ujawnionego w księdze wieczystej zob. np. Szadkowski, 2018, art. 2451, nb 2; co do ustanowienia hipoteki umownej zob. np. Gołębiowski, 2019, art. 245, nb 3, 4; co do ustanowienia zastawu rejestrowego zob. Czech, 2019, art. 2, pkt 11.

<sup>50</sup> Niezależnie od tego jak określić jego charakter prawny — jako akt realny (tak np. Sobolewski, 1999, s. 254), czy też jako rozporządzającą czynność prawną, tak Czerniawski, 2002, s. 90.

<sup>51</sup> Zachowana zostaje zatem zasada kauzalności — zob. Sobolewski, 1999, s. 253–254; Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 14.

<sup>52</sup> Zob. jednak Sójka, 2020, którego zdaniem umowa, której przedmiotem są zdematerializowane akcje jest „umową o skutku zobowiązująco-rozporządzającym w tym sensie, że dla rozporządzenia prawami z akcji nie jest potrzebna dodatkowa umowa o skutku rozporządzającym. Zaistnienie skutku rozporządzającego uzależnione jest zaś od zdarzenia faktycznego będącego warunkiem prawnym (*conditio iuris*), jakim jest dokonanie odpowiedniego wpisu w rejestrze. Wpis w rejestrze nie jest czynnością prawną podmiotu prowadzącego rejestr, lecz działaniem o charakterze faktycznym — czynnością ewidencyjną”.

<sup>53</sup> Tak w odniesieniu do akcji zdematerializowanych w obrocie regulowanym np. Michalski i Wajda, 2018, s. 290.

<sup>54</sup> Brzmienie przepisu zdaje się wskazywać, że „oświadczenie akcjonariusza o zobowiązaniu” stanowi alternatywę dla obowiązku przedłożenia podmiotowi prowadzącemu rejestr dokumentów uzasadniających dokonanie wpisu. Jeżeli tak, to kontrola tego podmiotu nad prawidłowością rozporządzania akcjami staje się iluzoryczna, bo można sobie wyobrazić „oświadczenia o zobowiązaniu” składane bez udziału osoby, wobec której to zobowiązanie miało być zaciągnięte.

<sup>55</sup> Takie rozdzielenie jest dosyć typowe w transakcjach mających za przedmiot akcje. Można je także osiągnąć poprzez zawarcie najpierw umowy przedwstępnej, a następnie umowy stanowiącej o podwójnym skutku.

<sup>56</sup> Zob. odpowiednio uchwała SN z 21.01.2009 r., III CZP 130/08, OSNC 2009/12, poz. 159.

<sup>57</sup> Odmienne, gdy chodzi o akcje zdematerializowane w obrocie regulowanym, Czech, 2019, art. 2, pkt 6.2.

<sup>58</sup> Zgodnie z dominującym poglądem doktryny, w polskim systemie prawnym obowiązuje bowiem ogólna zasada przyczynowości, obejmująca swym zakresem przede wszystkim czynności rozporządzające — por. Zaradkiewicz, 2018, art. 2451, nb 6 i cytowani tam autorzy; Balwicka-Szczyrba i Sylwestrzak, 2018, s. 557) Zob. co do akcji np. Opalski, 2016, art. 339 nb 1 i 7 i cytowani tam autorzy. Co do kauzalności na tle uregulowania art. 7 u.o.i.f. zob. np. Jastrzębski, 2009, s. 372.

<sup>59</sup> Ustawodawca może — rzecz jasna — kreować czynności abstrakcyjne. Sądzę, że milczenie art. 328<sup>9</sup> § 1 k.s.h. w tej kwestii nie uprawnia do wywodzenia z niego normy odrywającej rozporządzenie od czynności zobowiązującej.

<sup>60</sup> Tak też Sójka, 2020, s. 10 w odniesieniu do wpisu akcji prostej spółki akcyjnej. Co do akcji zdematerializowanych w obrocie regulowanym zob. Chłopecki i Dyl, 2006, s. 903.

<sup>61</sup> Zob. np. co do użytkownika Popiołek, 2015, art. 340, nb 3 i cytowani tam autorzy.

<sup>62</sup> Tak Pabis, 2020, art. 328<sup>9</sup> nb 3.

<sup>63</sup> Por. Sójka, 2020, s. 10.

<sup>64</sup> Zob. Opalski, 2016, art. 339 nb 9, 10 i cytowani tam autorzy.

<sup>65</sup> Przesłanki zastosowania art. 169 k.c. zaś podlegają ścisłej interpretacji, zob. np. Gołębiowski, 2019, art. 169, nb 5.

<sup>66</sup> W doktrynie podkreśla się (Jastrzębski, 2009, s. 397), że znaczenie zapisu na rachunku papierów wartościowych nie wiąże się z uzasadnieniem stosowania zasad prawno rzeczowych.

## Bibliografia/References

### Literatura/Literature

Balwicka-Szczyrba, M., Sylwestrzak, A. (2018). W: M. Habdas, M. Frasz (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz, t. 2, Własność i inne prawa rzeczowe (art. 126–352)*, Warszawa.

Bącznyk, M. (2000). W: M. Bącznyk i in., *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 45.

Chłopecki, A. (2000). Mechanizm prawny transakcji giełdowych — nowe zjawisko w obrocie gospodarczym, *Prawo Papierów Wartościowych*, 1, s. 8.

Chłopecki, A. (2001). *Opcje i transakcje terminowe — zagadnienia prawne*, Warszawa 2001.

Chłopecki, A., Dyl, M. (2006). W: A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, Warszawa, t. 19, s. 885.

Chłopecki A. (2018). Głosa aprobująca do wyroku Sądu Najwyższego z 3.06.2015 r., V CSK 566/14, *Orzecznictwo Sądów Polskich*, 2, poz. 12.

Czech, T. (2019). W: K. Osajda (red.), *Ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Komentarz*, Warszawa, *Legalis/el.*, art. 2, pkt 11.

Czerniawski R. (2002). W: R. Czerniawski, M. Wierzbowski (red.), *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa.

- Doliwa A. (2002). Podstawa wpisu w księdze wieczystej, *Monitor Prawniczy*, 10, s. 472.
- Glicz, M. (2016). W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych*, Warszawa, s. 1579.
- Godlewski, M. (2017). Dopuszczalność nabycia od nieuprawnionego akcji zdematerializowanych, *Monitor Prawniczy*, 7, s. 362.
- Gołębiowski, K. (2019). W: E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. Warszawa 2019
- Grykiel, J., Olejniczak, A., Radwański, Z. (2019). W: Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System prawa prywatnego*, Warszawa 2019, t. 2.
- Gwiadomorski, J. (1973). Próba korektury pojęcia czynności prawnej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Jagiellońskiego*, 1 s. 58–59.
- Ignatowicz, J., Stefaniuk, K. (2012). *Prawo rzeczowe*, Warszawa.
- Jastrzębski, J. (2009). *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 354.
- Katner, W. J. (1992). *Umowne nabycie własności ruchomości w prawie polskim*, Warszawa 1992.
- Machnikowski, P. (2019). W: *Kodeks cywilny. Komentarz*, E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), Warszawa, art. 92116 nb 1.
- Mazgaj, M. (2016). Dematerializacja akcji w spółkach niepublicznych — przyszłe perspektywy. W: J. Mojak i in. (red.), *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z 28.04.1936 r.*, Lublin, s. 321.
- Michalski, M. (2020). Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości jako cechy konstytucyjnej spółki akcyjnej, *Przegląd Prawa Handlowego*, 3.
- Michalski, M., Wajda, P. (2018). W: M. Wierzbowski (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2018, Legalis/el., art. 7, nb 13.
- Nowacki, A. (2019). Znaczenie wpisu w księdze akcyjnej, *Przegląd Prawa Handlowego*, 4, s. 4.
- Opalski, A. (2016). W: A. Opalski (red.), *Kodeks spółek handlowych, t. III A, Spółka akcyjna. Komentarz do art. 301–392*, Warszawa 2016, Legalis, art. 328, nb 1.
- Pabis, R. (2016). W: A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. t. IIIB. Spółka akcyjna. Komentarz. Art. 393–490*, Warszawa 2016, Legalis/el., art. 400
- Pabis, R. (2020). W: Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Legalis/el., art. 328, nb. 11.
- Palka-Bartoszek, K. (2016). *Głosa krytyczna do wyroku Sądu Najwyższego z 3.06.2015 r.*, V CSK 566/14, *Głosa*, 4, s. 62.
- Piasecki, K. (1996). *Księgi wieczyste i hipoteka*, Kraków.
- Pisuliński, J. (2002). *Hipoteka kaucyjna*, Kraków.
- Popiołek, W. (2013). Charakter prawny zdarzenia prowadzącego do objęcia udziałów podwyższenia kapitału zakładowego spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. W: J. Frąckowiak (red.), *Kodeks spółek handlowych po dziesięciu latach*, Wrocław.
- Popiołek, W. (2015). W: J. A. Strzępka (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa, Legalis/el., art. 340.
- Potrzeszcz, R., Siemiątkowski, T. (2012). *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Spółka akcyjna*, Warszawa, LEX/el., art. 339, nb 12.
- Romanowski, M. (2000). *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Warszawa 2000.
- Romanowski, M. (2003). W: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2003.
- Romanowski, M. (2006). W: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, Suplement*, Warszawa 2006, t. 18.
- Romanowski, M. (2009). W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej, *Przegląd Prawa Handlowego*, 3, s. 12.
- Romanowski, M. (2014). W: *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* (oprac. na podstawie: System prawa prywatnego t. 18. Prawo papierów wartościowych).
- Romanowski, M. (2016). W: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa, t. 18, s. 113.
- Sobolewski, L. (1999). W: L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 240.
- Sokal P. (2004). Zastaw rejestrowy na akcjach, *Monitor Prawniczy*, 5, s. 214.
- Sołtysiński, S., Sójka, T. (2013). W: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Warszawa, Legalis/el., t. 3, art. 339, nb 1.
- Sójka, T. (2012). *Umowa objęcia akcji*, Warszawa, s. 125
- Sójka, T. (2014). Wpis na rachunek papierów wartościowych, *Przegląd Prawa Handlowego*, 7–8, s. 113.
- Sójka, T. (2020). Obrót akcjami prostej spółki akcyjnej, *Przegląd Prawa Handlowego*, 1, s. 5.
- Spyra, M. (2016). W: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. t. 4, Prawo instrumentów finansowych*, red. Warszawa 2016, s. 59.
- Swaczyna, B. (2007). *Hipoteka umowna*, Warszawa.
- Szadkowski, K. (2018). W: M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny, t. 1, Komentarz do art. 1–352*, Warszawa.
- Szłezak, A. (2017). Głosa krytyczna do wyroku Sądu Najwyższego z 3.06.2015 r., V CSK 566/14, *Orzecznictwo Sądów Polskich*, 3, poz. 26.
- Szumański, A. (2006). W: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, t. 19, s. 32.
- Tąkiel, M. (2019). Pojęcie spółki publicznej w świetle proponowanych zmian legislacyjnych, *Przegląd Prawa Handlowego*, 4, s. 44.
- Truskiewicz, Z. (2012). W: E. Gniewek (red.), *System prawa prywatnego. Prawo rzeczowe*, Warszawa, t. 4
- Włodarska, K., *Blokada rachunku papierów wartościowych jako sposób zabezpieczenia wierzytelności*, Kraków 2005, s. 112.
- Zacharzewski, K. (2016). Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych, *Przegląd Prawa Handlowego*, 9, s. 36.
- Zaradkiewicz, K. (2018). W: K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny, t. 1, Komentarz. Art. 1–44910*, Warszawa, Legalis/el., art. 2451.
- Zawada, K. (2018). W: K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny, t. 2, Komentarz. Art. 450–1088*, Warszawa, Legalis/el., art. 92116 nb 8.
- Zawadzka, J. (2019). W: K. Osajda, *Ustawa o własności lokali. Komentarz*, Warszawa, Legalis/el., art. 8, nb 13
- Zoll, F. (2004). *Klauzule dokumentowe: prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa, s. 34.
- Zwolińska-Doboszyńska, A. (2020). Przymusowa dematerializacja akcji i rejestr akcjonariuszy w świetle ostatnich zmian legislacyjnych, *Przegląd Prawa Handlowego*, 3.

### Orzecznictwo/Judgments

- Uchwała SN z 21.01.2009 r., III CZP 130/08, OSNC 2009/12, poz. 159.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 2.10.2007 r., I ACa 756/07, OSA 2009/4, poz. 13.
- Wyrok SN z 22.05.2002 r., I CKN 237/00, Legalis nr 59248.
- Wyrok SN z 27.04.2007 r., I CSK 11/07, OSNC 2008/5, poz. 51.
- Wyrok SN z 27.06.2012 r., II CSK 636/11, Legalis nr 537334.
- Wyrok SN z 3.06.2015 r., V CSK 566/14, Legalis nr 1303598.

### Akty prawne/Legal acts

- Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11.07.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy notowanych na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 184) zmieniona dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z 17.05.2017 r. w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.Urz. UE L 132).
- Ustawa z 6.07.1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (Dz.U. z 2019 r. poz. 2204).

Ustawa z 24.06.1994 r. o własności lokali (Dz.U. z 2019 r. poz. 737 ze zm.).  
 Ustawa z 6.12.1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. z 2018 r. poz. 2017, dalej ustawa o zastawie. Ustawa z 6.12.1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. z 2018 r. poz. 2017, dalej ustawa o zastawie).  
 Ustawa z 21.08.1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. z 2020 r. poz. 65).  
 Ustawa z 29.08.1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. z 2003 r. poz. 99 ze zm.).  
 Ustawa z 29.08.1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. z 2019 r. poz. 2357).  
 Ustawa z 21.08.1997 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2007 r. nr 118, poz. 754 ze zm.).  
 Ustawa z 15.09.2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.), dalej k.s.h.  
 Ustawa z 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2020 r. poz. 95).  
 Ustawa z 25.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r. poz. 2286 ze zm.), dalej u.o.i.f.  
 Ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 ze zm.), dalej u.o.p.  
 Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2018 r. poz. 483 ze zm.).  
 Ustawa z 30.08.2019 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019 poz. 1798), dalej ustawa z 30.08.2019.

#### Prof. dr hab. Wojciech Popiołek

Kierownik zespołu badawczego w Instytucie Nauk Prawnych, Prawa Cywilnego i Prawa Prywatnego Międzynarodowego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Śląskiego w Katowicach.

#### Prof. dr hab. Wojciech Popiołek

Head of the research team in Institute of Legal Sciences, Civil Law and International Private Law at the Faculty of Law and Administration of the University of Silesia in Katowice.

## PWE poleca

*Warto przeczytać!*



Zagadnienie wydatków publicznych jako przedmiot zainteresowania nauk ekonomicznych jest stosunkowo słabo rozpoznane, np. w porównaniu z dochodami publicznymi, a zwłaszcza podatkami. Jeśli już, to wydatki publiczne najczęściej analizowane są z punktu widzenia ich wpływu na gospodarkę w ujęciu zagregowanym, w ramach badań nad przebiegiem cyklu koniunkturalnego. Rządziej natomiast dokonuje się prób uchwycenia wpływu wyodrębnionych kategorii wydatków na wzrost gospodarczy i rozwój społeczny kraju. Takie zdezagregowane podejście do wydatków publicznych — według funkcji i zadań państwa — jest cechą charakterystyczną dla wyników badań zaprezentowanych w książce.

Ekonomiczne i społeczne znaczenie wydatków publicznych, których wielkość i struktura wyznaczają poziom fiskalizmu, zasługuje na większą uwagę zarówno ze strony teoretyków, jak też polityków. Źródłem każdego wydatku publicznego są w ostateczności daniny publiczne. Lepiej alokowane i efektywniej wykorzystane wydatki publiczne mogą zatem skutecznie wpływać na ograniczanie ciężarów podatkowych (fiskalizmu). Nowatorskie podejście do mierzenia efektów wydatków publicznych może znacznie zwiększyć korzyści społeczeństwa. Autorzy książki wyrażają nadzieję, że przedstawione w niej wyniki będą inspiracją do dalszych pogłębionych badań teoretycznych i skłonią polityków do głębszej refleksji przy podejmowaniu decyzji o wykorzystaniu środków publicznych.

Księgarnia internetowa: [www.pwe.com.pl](http://www.pwe.com.pl)