

Zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji

Spis treści

- I. Uwagi wstępne
- II. Zasady ogólne dotyczące przejęcia długu w świetle k.c.
- III. Pojęcie „obligacji” – konstrukcja prawna
- IV. Zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – przegląd poglądów doktryny
- V. Zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – własne stanowisko
- VI. Brak tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – wnioski wynikające z uo oraz k.s.h.
 1. Połączenie z udziałem emitenta obligacji
 2. Podział z udziałem emitenta obligacji
 3. Przekształcenie emitenta obligacji
- VII. Wnioski

Streszczenie

Przedmiotowy artykuł podejmuje interesujące zagadnienie obowiązywania tzw. zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji. Tytułowemu zagadnieniu nie poświęcono dotychczas uwagi w formie artykułu naukowego w związku z czym, niniejsza publikacja ma w zamierzeniu autora wypełniać brakującą doktrynalną lukę. Przedmiotowe zagadnienie zostało omówione, w pierwszej kolejności, w odniesieniu do zasad ogólnych dotyczących przejęcia długu w świetle k.c., a w drugiej kolejności, w kontekście konstrukcji prawnej obligacji i właściwości stosunku zobowiązaniowego z niej wynikającego. W artykule dokonano przeglądu poglądów doktryny w zakresie zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji oraz sformułowano własne stanowisko. Artykuł zawiera szereg unormowań ustawowych potwierdzających brak obowiązywania przedmiotowej zasady. Finalnie, w artykule zawarto wnioski z dokonanej analizy prawnej.

Słowa kluczowe: obligacje; emitent obligacji; zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji; przejęcie długu.

JEL: K20, K22, K29

* Doktor nauk prawnych; Master of Laws Maurer School of Law Indiana University; adwokat.

I. Uwagi wstępne

Zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji zostały określone w prawie polskim w szczególnym akcie prawnym, tj. ustawie o obligacjach z 15 stycznia 2015 r.¹ (por. art. 1 uo). Zgodnie z art. 4 uo obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (tj. obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Emitent może zobowiązać się względem obligatariusza do spełnienia świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego. W rezultacie mamy do czynienia ze stosunkiem prawnym o charakterze zobowiązaniowym: emitent jest dłużnikiem obligatariuszy z tytułu wyemitowanych obligacji. Dominujący nurt doktryny prawniczej opowiada się za tzw. zasadą tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta (por. Weiss, s. 394; Woźniak, 2015, s. 15 i n.), tj. w sposób względny wyłącza² możliwość przeniesienia długu z obligacji przez emitenta na osobę trzecią na zasadach ogólnych wynikających z k.c.³ (doktryna prawnicza dopuszcza pewne wyjątki w tym zakresie *expressis verbis* wynikające z uo i innych aktów prawnych, por. dalszą część artykułu). W nowszej literaturze przedmiotu wyrażono jednakże pogląd, zgodnie z którym brakuje wystarczającej podstawy normatywnej dla zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta (por. Sójka, 2016, s. 238)⁴. Wydaje się zatem, że zasygnalizowany problem tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta, w świetle zróżnicowanych poglądów doktryny, warty jest szerszego omówienia w niniejszym artykule.

W pierwszej kolejności w artykule przybliżono ogólne zasady dotyczące przejęcia długu w świetle k.c. i możliwości ograniczeń w tym zakresie, m.in. ze względu na właściwość zobowiązania. W dalszej kolejności omówiono konstrukcję prawną obligacji na podstawie przepisów uo, co pozwoliło na skonfrontowanie natury jurystycznej obligacji z ograniczeniami przejmowania długu z obligacji. Następnie dokonano przeglądu dotychczasowych poglądów doktryny w zakresie omawianej zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji oraz zajęto własne stanowisko w tym względzie. Wreszcie, wskazano na przykłady potwierdzające brak obowiązywania zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta. W podsumowaniu wskazano wnioski wynikające z dokonanej analizy prawnej.

II. Zasady ogólne dotyczące przejęcia długu w świetle k.c.

Zasady ogólne dotyczące możliwości przejęcia długu, a więc zmiany podmiotowej po stronie dłużnika, zostały określone w k.c. Zgodnie z art. 519 § 1 k.c. osoba trzecia może wstąpić na miejsce dłużnika, który zostaje z długu zwolniony (przejęcie długu). Istota przejęcia długu polega na: nabyciu długu przez przejemcę jako własnej powinności, zwolnieniu z długu dotychczasowego dłużnika i zachowaniu tożsamości przejmowanego zobowiązania (tzw. translatywne przejęcie długu) (Zagrobelny, 2017, s. 1097). Na mocy art. 519 § 2 k.c. wzmiankowane przejęcie długu może nastąpić dwojako. Po pierwsze, przez umowę między wierzycielem a osobą trzecią

¹ Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (tj. DzU 2018, poz. 483); dalej: uo.

² „W obecnym stanie prawnym zasadą jest zakaz zmiany emitenta obligacji w okresie trwania stosunku obligacyjnego. [...] Celem takiej regulacji jest zapewnienie możliwie szerokiej ochrony praw obligatariusza. Jednocześnie powyższe ma nie dopuścić do sytuacji, w której emitent przenosi zobowiązania wynikające z obligacji do innej spółki bez kontroli obligatariuszy, a w konsekwencji naraża ich interesy finansowe” (Woźniak, 2015).

³ Ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (DzU 1964 Nr 16, poz. 93, z późn. zm.); dalej: k.c.

⁴ Podobnie jak się wydaje również na gruncie uprzednio obowiązującej ustawy o obligacjach: L. Sobolewski (1997, s. 31), który stwierdził, że: „Wypowiedziany w doktrynie pogląd, że przed nadejściem wymagalności długu obligacyjnego nie może dojść do zmiany emitenta, nie pociągającej za sobą wymagalności zobowiązania, nie jest trafny”.

za zgodą dłużnika, przy czym wówczas oświadczenie dłużnika winno być złożone wierzycielowi albo osobie trzeciej. Po drugie, przez umowę między dłużnikiem a osobą trzecią za zgodą wierzyciela. Oświadczenie wierzyciela może być złożone którejkolwiek ze stron, jednakże jest ono bezskuteczne, jeżeli wierzyciel nie wiedział, że osoba przejmująca dług jest niewypłacalna. *A prima vista* art. 519 k.c. nie zawiera zasady statuującej ograniczenia przejęcia długu (Zagrobelny, 2017, s. 1097), w szczególności inkorporowanego w obligacjach. Niemniej w doktrynie prawa cywilnego przyjmuje się, że nie każdy dług może w istocie podlegać przyjęciu. Wskazuje się mianowicie, że **wyłączenie możliwości przejęcia długu następuje ze względu na właściwość zobowiązania albo ze względu na stan majątkowy przejemcy** (Kurowski, 2018, komentarz do art. 519). W najnowszej literaturze wskazuje się jednak, że: „Brak zatem podstaw, jak i przyczyn, dla których takie ograniczenia miałyby być wprowadzone, jeżeli na przejęcie długu zgodę wyraża wierzyciel. Jedynie jako wyjątek od tej zasady można wskazać przypadki, gdy ograniczenia podmiotowej zmiany stosunku zobowiązaniowego po stronie dłużnika wynikają z ustawy” (Kurowski, 2018, komentarz do art. 519). Tym samym wskazuje się, że możliwości ograniczenia podmiotowej zmiany stosunku zobowiązaniowego po stronie dłużnika każdorazowo powinny wynikać z przepisu ustawowego. Jako przykłady takich przepisów podaje się art. 7 ust. 3 pzp⁵ oraz art. 23¹ k.p.⁶. W konsekwencji przytoczonych poglądów, w doktrynie prawa o obligacjach sformułowano stanowisko, że ewentualna zmiana dłużnika – emitenta obligacji następuje zgodnie z ogólnymi zasadami ogólnymi wynikającymi z k.c. dotyczącymi przejęcia długu (Sójka, 2016, s. 238) z uwagi na brak w tym zakresie ograniczeń uo. Przedmiotowe stanowisko, jak się wydaje, dotyczy jedynie drugiej możliwości przejęcia długu, o której mowa w art. 519 § 2 pkt 2 k.c. (tj. na podstawie umowy między dłużnikiem-emitentem a osobą trzecią za zgodą wierzyciela). Autor przytoczonego stanowiska wskazuje bowiem, że: „Wystarczającą ochronę obligatariuszy zapewnia w tym zakresie wymóg uzyskania zgody wierzyciela na umowę dłużnika z osobą trzecią dotyczącą przejęcia długu (art. 519 § 2 pkt 2 k.c.) (Sójka, 2016, s. 238). Brakuje odniesienia T. Sójki do możliwości przejęcia długu z obligacji zgodnie z dyspozycją art. 519 § 2 pkt 1 k.c. (tj. na mocy umowy między wierzycielem a osobą trzecią za zgodą dłużnika-emitenta, przy czym wówczas oświadczenie dłużnika-emitenta winno być złożone wierzycielowi albo osobie trzeciej). Rekapitulując tę część rozważań stwierdzić trzeba, że zasady ogólne k.c. zasadniczo nie przewidują możliwości ograniczeń w zakresie przejęcia długu (z uwagi na obowiązek wyrażenia przez wierzyciela zgody na takowe). Niemniej, w doktrynie wskazuje się, że *lex specialis* (vide: art. 7 ust. 3 pzp oraz art. 23¹ k.p.) może zawierać ograniczenia w tym zakresie. Ponadto, doktryna prawnicza wskazuje, że właściwość stosunku zobowiązaniowego może ograniczać możliwość przejęcia długu. Wydaje się zatem, że dopuszczalności przejęcia długu z obligacji poszukiwać należy we właściwości stosunku prawnego wynikającego z obligacji. Jeśli charakter stosunku zobowiązaniowego z obligacji sprzeciwiałby się możliwości przejęcia długu, należałoby wówczas odrzucić taką możliwość.

Dalszy wywód zmierzać musi do analizy konstrukcji prawnej obligacji określonej w uo.

⁵ Ustawa z 29.01.2004 r. – Prawo zamówień publicznych (DzU 2004 Nr 19, poz. 177 z późn. zm.); dalej: pzp.

⁶ Ustawa z 26.06.1974 r. – Kodeks pracy (DzU 1974 Nr 24, poz. 141 z późn. zm.); dalej: k.p.

III. Pojęcie „obligacji” – konstrukcja prawna

Zgodnie z przywołaną definicją legalną zawartą w art. 4 uo obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii (przez co rozumie się obligacje reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek), nieposiadającym formy dokumentu (por. art. 8 uo), w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela (właścicieli) obligacji (tj. obligatariusza; obligatariuszy) i zobowiązuje się wobec niego (nich) do spełnienia określonego świadczenia mającego charakter pieniężny lub niepieniężny (por. inną definicję Sójka, 2018, s. 1)⁷. Innymi słowy, obligacja jest dłużnym papierem wartościowym, gdyż wynika z niego, że emitent ma dług względem obligatariusza (*ergo* jest dłużnikiem), któremu natomiast przysługuje wierzytelność względem emitenta obligacji (*ergo* jest wierzycielem). Konstrukcja obligacji została ukształtowana na bazie (w formule) stosunku zobowiązaniowego (obligacyjnego) między emitentem jako dłużnikiem a obligatariuszem jako wierzycielem. Tym samym obligację należy postrzegać przez pryzmat stosunków zobowiązaniowych, albowiem emitent, z chwilą dojścia emisji obligacji do skutku, tj. z momentem dokonania zapisu na rachunku papierów wartościowych tudzież wpisu w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, w istocie kreuje stosunek zobowiązaniowy, którego drugą stroną jest obligatariusz. Dodać należy, że z obligacji wynika stosunek zobowiązaniowy, na mocy którego emitent zobowiązuje się do spełnienia oznaczonego świadczenia (mającego pieniężny lub niepieniężny charakter) względem obligatariusza (podobnie: Michalski, 2011, s. 18). Nie jest elementem stosunku prawnego wynikającego z obligacji spełnienie przez obligatariusza świadczenia pieniężnego przez przekazanie emitentowi oznaczonej sumy pieniężnej (odmiennie: Michalski, 2011, s. 18). W rzeczywistości powstanie stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji nastąpi już po przekazaniu emitentowi oznaczonej sumy pieniężnej przez jeszcze nie-obligatariusza, które to przekazanie jest warunkiem *sine qua non* powstania stosunku zobowiązaniowego inkorporowanego w obligacji. Z definicji legalnej obligacji, jako papieru wartościowego, (przy czym k.c. nie zawiera definicji papieru wartościowego) wynika uprawnienie po stronie obligatariusza przejawiające się w żądaniu spełnienia przez emitenta obligacji określonego świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego na rzecz obligatariusza, co jest tradycyjnie rozumiane jako immanentne związanie prawa majątkowego (wierzytelności) z zapisem elektronicznym jako warunkiem *sine qua non* nie tylko istnienia, lecz także wykonywania wynikającego z niego uprawnienia. Podsumowując, trzeba poczynić generalny wniosek, że treść stosunku prawnego inkorporowanego w obligacjach należy postrzegać w kategoriach stosunku zobowiązaniowego, a nie rzeczowego. Z uwagi na fakt, że prawa ucieleśnione w obligacjach stanowią wierzytelności **obligacje są tzw. dłużnymi papierami wartościowymi**. Wynika z tego, że emitent jest dłużnikiem ze względu na treść prawa inkorporowanego w obligacji, obligatariusz zaś jest wierzycielem. Słusznie zwraca uwagę M. Michalski, że co się tyczy wierzyciela, będzie nim nie tylko pierwszy obligatariusz, lecz także każdy jego następca prawny, zwany każdorazowym obligatariuszem (Michalski, 2011, s. 18). Należy dodać, że emitent co do zasady odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji (por. art. 13 uo). Finalnie **istotnym elementem definicji obligacji jest jej seryjność** (obligacja jako papier wartościowy emitowany w serii), co oznacza, że istnieje wymóg emisji co

⁷ Zgodnie z nią obligacja jako papier wartościowy w sposób doniosły prawnie uzewnętrznia określoną wiązkę uprawnień cywilnoprawnych podmiotu uprawnionego z tego papieru wartościowego, tj. obligatariusza, zasadniczo mających postać wierzytelności, choć mogą to być takie uprawnienia kształtujące lub inne swoiste kompetencje cywilnoprawne (np. prawo zamiany na akcje). Korelatem uprawnień obligatariusza wobec emitenta są obowiązki emitenta, w szczególności obowiązek do spełnienia świadczenia na rzecz obligatariusza.

najmniej dwóch obligacji, które reprezentują prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek (Syp, 2015). Seria oznacza skończony zbiór obligacji o takich samych prawach majątkowych (por. szerzej: Pawełczyk, 2001, s. 16). Z istoty seryjności obligacji wynika, że wierzytelności z wyemitowanych w danej serii obligacji muszą być równe pod każdym względem oraz że liczba praw majątkowych inkorporowanych w tych papierach musi być określona. Cecha seryjności obligacji wyklucza możliwość emisji jednej (jednostkowej) obligacji, a więc warunkiem niezbędnym jest emisja co najmniej dwóch obligacji (serii) reprezentujących równe prawa. Nie zmienia to jednak faktu, że dopuszczalne jest wyemitowanie całej serii obligacji na rzecz tylko jednego obligatariusza. Seryjność obligacji nie wyklucza więc możliwości faktycznej, w ramach której emisja nastąpi na rzecz tylko jednego obligatariusza, ale wskazuje, że obligacji nie można zaliczyć do papierów emitowanych jednostkowych (Syp, 2015). Podsumowując, w świetle natury jurystycznej obligacji brakuje przesłanek do wykluczenia możliwości przejęcia długu emitenta obligacji, skoro stosunek prawny wynikający z obligacji ma charakter stosunku zobowiązaniowego, a więc należałoby względem niego stosować zasady ogólne dotyczące przejęcia długu wynikające z k.c. Dominujące poglądy doktryny prawniczej wskazują jednakże odmiennie, o czym poniżej.

IV. Zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – przegląd poglądów doktryny

W świetle brzmienia przepisów uo (w szczególności definicji obligacji zawartej w art. 4 uo) sformułowano w doktrynie prawniczej **paradygmat (zasadę) o tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji** (tj. podmiotu, który doprowadził do skutecznej emisji obligacji), a zarazem dłużnika, co kategoryzowane jest jako **niemożność przeniesienia przez emitenta długu na inny podmiot aż do wykonania zobowiązań wynikających z obligacji (zakaz cesji długu przez emitenta)** (Woźniak, 2015, s. 15). Podkreśla się mianowicie, że jedna strona stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji jest „w zasadzie niezmienna” (Weiss, 1997, s. 396)⁸. Dłużnik nie może przenieść swojego zobowiązania na inny podmiot – za wszystkie zobowiązania wynikające z obligacji odpowiada przy tym całym majątkiem (Wierzbowski i Róg-Dyrda, 2019, s. 16). Niemniej, jak wskazano w pkt III artykułu, należy nadmienić, że z art. 4 uo nie wynika, aby **dług emitenta obligacji nie podlegał przejęciu**. W doktrynie paradygmat o tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji ujmuje się w ten sposób, że długi immanentnie związane z osobą dłużnika (tj. emitenta) są objęte zakazem przejęcia, albowiem inna osoba nie mogłaby wykonać takiego świadczenia (Radwański i Olejniczak, 2006, s. 365). Pogląd ten jest również krytykowany (Drapała, 2002, s. 27 i n.)⁹. W świetle najnowszej literatury przedmiotu, T. Sójka sformułował krytykę dotychczasowego rozumienia paradygmatu o tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji. Wskazał on, że: „Wydaje się jednak, że dla tak rozumianej zasady tożsamości emitenta **brak jest wystarczającej podstawy normatywnej**. Ewentualna zmiana dłużnika w ramach stosunku zobowiązaniowego wynikającego z wyemitowanych obligacji następuje zgodnie z zasadami ogólnymi KC dotyczącymi przejęcia długu (art. 519 i n. KC). Wystarczającą ochronę obligatariuszy zapewnia w tym zakresie wymóg uzyskania zgody wierzyciela na umowę

⁸ Trzeba podkreślić, że pogląd ten został wiele lat temu sformułowany przez I. Weissa i jest przyjmowany w doktrynie (por. Graseła, 1999, s. 15; Sobolewski, 1997, s. 31).

⁹ Autor twierdzi, że skuteczną ochronę interesów wierzyciela zapewnia wymaganie zgody wierzyciela na przejęcie długu.

dłużnika z osobą trzecią dotyczącą przejęcia długu (art. 519 § 2 pkt 2 KC). W przypadku obligacji jako papierów wartościowych emitowanych w serii oznacza to wymóg uzyskania takiej zgody od każdego z obligatariuszy w ramach obligacji objętych tą samą serią albo tym samym kodem. W praktyce więc możliwość uzyskania takich zgód w przypadku obligacji „posiadanych” przez wielu uprawnionych będzie ograniczona. Nie budzi najmniejszej wątpliwości dopuszczalność zmiany osoby emitenta obligacji w rezultacie połączenia lub podziału spółek”. Podsumowując tę część wywodów, trzeba stwierdzić, że w doktrynie zasadniczo dominuje pogląd o tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji, chociaż poddawany jest on krytyce.

V. Zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – własne stanowisko

Przechodząc do próby uzasadnienia zajętego stanowiska, należy zauważyć, że obowiązywanie **zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta** (jako dłużnika z obligacji) **winno być uzasadniane przede wszystkim ochroną obligatariuszy, która stanowi główną myśl przewodnią inkorporowaną w przepisach uo**. Niemniej przepisy uo nie zawierają inkorporacji stosownej zasady, jak również normy prawnej, zgodnie z którą przejęcie długu z obligacji byłoby zakazane. W związku z tym do obligacji w kontekście dopuszczalności przejęcia długu należy stosować przepisy k.c. i skonfrontować je z definicją obligacji wynikającą z uo. Przedmiotowe przepisy, jak była mowa, nie wyłączają możliwości przejęcia długu z obligacji (w szczególności z uwagi na właściwość zobowiązania wynikającego z obligacji). Wydaje się, że przepisy uo dopuszczają możliwość przejęcia długu z obligacji i chronią obligatariuszy w wystarczający sposób. Przykładowo, szczególne rodzaje obligacji mogą być emitowane przez podmioty posiadające zdolność emisyjną i spełniające określone wymogi prawne. Jako przykład można podać obligacje zamienne, które mogą być emitowane jedynie przez spółki akcyjne i spółki komandytowo-akcyjne. Stąd też wydaje się niezasadne, aby **ograniczyć możliwość cesji długu inkorporowanego w obligacjach przez emitenta obligacji na inne podmioty**. Wystarczającą w tym względzie ochronę obligatariuszy (jako wierzycieli), moim zdaniem, stanowią przepisy k.c. Przyjmuję zatem stanowisko (podobnie jak T. Sójka), że **istnieje prawna możliwość przejęcia długu, a jakiegokolwiek w tym względzie wyjątki muszą wynikać z przepisów prawa**.

Wydaje się zatem, że należy w tym względzie stosować ogólne przepisy prawa cywilnego (k.c.) z uwzględnieniem stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji, mimo że uo nie zawiera *expressis verbis* ani możliwości przejęcia długu emitenta obligacji, ani stosownego zakazu. Co więcej, szczególne przepisy uo (o czym mowa poniżej) wskazują wyraźnie, że istnieją możliwość zmiany tożsamości emitenta i brak jego ciągłości czasowej, co tym bardziej utwierdza, że przyjęte stanowisko jest poprawne.

VI. Brak tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – wnioski wynikające z uo oraz k.s.h.

Jako dodatkowy argument za brakiem obowiązywania zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji wskazać trzeba, że uo oraz k.s.h.¹⁰ wskazują bezpośrednio na

¹⁰ Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (DzU 2000 Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.); dalej: k.s.h.

możliwości zmiany po stronie emitenta – dłużnika z tytułu wyemitowanych obligacji. Ergo, skoro w uo (oraz k.s.h.) istnieją prawnie uregulowane sytuacje, które wyłączają tożsamość personalną i ciągłość czasową emitenta, skonkludować trzeba, że przedmiotowa zasada nie obowiązuje. Art. 74 ust. 5 uo stanowi, że zniesienie lub podział jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej, będących emitentami obligacji, **skutkuje przeniesieniem odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z emisji obligacji solidarnie na rzecz jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków albo jednostek władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej, które przejęły mienie emitenta** (por. Woźniak, 2015, s. 15). Warto w tym miejscu poruszyć szerszą tematykę **zmiany podmiotowej leżącej po stronie emitenta w kontekście obligacji i jej skutków dla stosunku zobowiązaniowego inkorporowanego w obligacjach**. Innymi słowy, należy rozważyć takie zdarzenia, które powodują, że wykonanie zobowiązania inkorporowanego w obligacjach jest zagrożone albo też ulega modyfikacji. Zwraca na to uwagę sam ustawodawca w art. 74 ust. 4 uo, wskazując, że w przypadku **połączenia emitenta z innym podmiotem, jego podziału lub przekształcenia formy prawnej**, obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne, jeżeli podmiot, który wstąpił w obowiązki emitenta z tytułu obligacji, zgodnie z uo **nie posiada uprawnień do ich emitowania**. Przepis ten stosuje się odpowiednio, jeżeli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia niepieniężnego, przy czym takie świadczenie zostaje przekształcone w świadczenie pieniężne (por. art. 74 ust. 6 uo). Z kolei **w przypadku likwidacji emitenta** obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi z dniem otwarcia likwidacji, chociażby termin ich wykupu jeszcze nie nastąpił (por. art. 74 ust. 5 uo). Tak samo jest w sytuacji, jeżeli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia niepieniężnego, przy czym takie świadczenie zostaje przekształcone w świadczenie pieniężne. Warto zauważyć, że w przypadku obligacji zamiennych, zgodnie z art. 19 ust. 6 uo, w warunkach emisji obligacji zamiennych emitent zobowiązany jest określić sposób postępowania **w przypadku przekształcenia, podziału, połączenia lub likwidacji emitenta lub zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem wymagalności roszczenia do zamiany**. Zagadnienie zmiany podmiotowej po stronie emitenta warto skrótowo omówić z uwzględnieniem w szczególności obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa, gdyż ma ono niebagatelne znaczenie w świetle kwestii poruszonych w niniejszym artykule.

1. Połączenie z udziałem emitenta obligacji

Zgodnie z generalną zasadą wyrażoną w art. 491 k.s.h. spółki kapitałowe mogą łączyć się między sobą oraz ze spółkami osobowymi, ale spółka osobowa nie może być spółką przejmującą albo spółką nowo zawiązaną. Spółki osobowe mogą łączyć się między sobą tylko przez zawiązanie spółki kapitałowej. Wyłączone jest łączenie z udziałem spółki w likwidacji, która rozpoczęła podział majątku albo spółki w upadłości (szerzej: Pinior, 2015, s. 1188 i n.; Oplustil, 2017, s. 1136 i n.; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 79 i n.; Szumański, 2012, s. 5). Stosownie do art. 492 k.s.h. połączenie może być dokonane: 1) przez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej na inną spółkę przejmującą za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej (łączenie przez przejęcie); 2) przez zawiązanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek

wszystkich łączących się spółek za udziały lub akcje nowej spółki (łączenie przez zawiązanie nowej spółki) (por. Pinior, 2015, s. 1194 i n.; Oplustil, 2017, s. 1145 i n.; Rodzynkiewicz, 2016, s. 97 i n.; Szumański, 2012, s. 55). Skoro obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi, o ile podmiot, który wstąpił w obowiązki emitenta nie posiada uprawnień do ich emitowania, wydaje się, że w przypadku połączenia problem będzie zasadniczo dotyczył emitenta obligacji, uprawniających do świadczeń innych niż pieniężne. Zgodnie bowiem z art. 494 k.s.h. (por. Pinior, 2015, s. 1201 i n.; Oplustil, 2017, s. 1151 i n.; Rodzynkiewicz, 2016, s. 118 i n.; Szumański, 2012, s. 89) spółka przejmująca lub nowo zawiązana wstępuje z dniem połączenia we wszystkie prawa i obowiązki spółki przejmowanej albo spółek łączących się przez zawiązanie nowej spółki (tzw. zasada sukcesji uniwersalnej). Konsekwentnie prawdopodobne jest, że łączenie z udziałem spółki-emitenta obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa (por. art. 19–21 uo) może spowodować, że spółką przejmującą lub spółką nowo zawiązaną nie będzie spółka akcyjna (a na pewno nie będzie nią w świetle brzmienia art. 491 k.s.h. spółka komandytowo-akcyjna), lecz spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. W efekcie należy zadać pytanie, co się dzieje z uprawnieniem posiadaczy obligacji zamiennych do dokonania zamiany na akcje emitenta lub z uprawnieniami posiadaczy obligacji z prawem pierwszeństwa do subskrybowania akcji emitenta z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami? Przedmiotowe zagadnienie stara się regulować art. 511 § 2 k.s.h. Zgodnie z tym przepisem posiadacze papierów wartościowych innych niż akcje, emitowanych przez spółkę przejmowaną bądź przez spółki łączące się *per unionem*, mają w spółce przejmującej albo spółce nowo zawiązanej **prawa co najmniej równoważne z tymi, które przysługiwały im dotychczas**. Ustawodawca prawnie gwarantuje zatem zachowanie **praw równoważnych posiadaczom papierów wartościowych innych niż akcje, ale nie praw identycznych, jakie im dotychczas przysługiwały** (słusznie: Pinior, 2015, s. 1253; podobnie, jako zasada niepogarszania praw: Oplustil, 2017, s. 1224). Przepis dotyczy zatem w szczególności obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa, ale także obligacji partycypacyjnych (z prawem do udziału zysku emitenta) (Pinior, 2015, s. 1252). Tym samym ustawodawca dopuszcza możliwość zmiany podmiotowej po stronie emitenta obligacji, przy czym gwarantuje zachowanie pewnych praw po stronie obligatariuszy specyficznych rodzajów obligacji. Niezależnie, wydaje się jednak, że trudno mówić o co najmniej równoważnych prawach, gdy spółką przejmującą albo nowo zawiązaną jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. W literaturze wyrażono pogląd, że na mocy wspomnianego przepisu obligatariusz obligacji zamiennych będzie mógł skorzystać w spółce przejmującej z prawa konwersji obligacji na udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością (podobnie w przypadku obligacji z prawem pierwszeństwa) (tak Rodzynkiewicz, 2016, nb 9, s. 320–321)¹¹. Taki pogląd jest, moim zdaniem, błędny. Prawu polskiemu nie jest bowiem znane przekształcenie (konwersja) obligacji zamiennych na akcje w obligacje zamienne na udziały (podobnie przekształcenie obligacji z prawem pierwszeństwa na obligacje z prawem pierwszeństwa do udziałów). Należałoby raczej opowiedzieć się za poglądem, że odpowiednio należy stosować w tym przypadku art. 74 ust. 6 uo, a więc stwierdzić, że następuje konwersja świadczenia niepieniężnego emitenta w świadczenie pieniężne na żądanie posiadacza takich rodzajów obligacji (por. Oplustil, 2017, s. 1227)¹². Takie

¹¹ Nie zajmuje, jak się wydaje, tożsamego stanowiska A. Szumański (por. Szumański, 2012, s. 374).

¹² K. Oplustil stoi na stanowisku, że dopuszczalne jest, iż spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zobowiąże się do zawarcia z dotychczasowymi obligatariuszami umowy opcji, z której będzie wynikać prawo objęcia udziałów wyemitowanych w przyszłości przez spółkę i z pierwszeństwem przed jej dotychczasowymi współnikami. Moim zdaniem jednak taka czynność jest uprawniona na mocy art. 511 § 3 k.s.h.

rozumowanie wydaje się zgodne z rozumieniem praw co najmniej równoważnych w świetle art. 511 § 2 k.s.h. jako nie praw tożsamyh, ale praw o wartości takiej samej lub większej niż to, co wynikało ze stosunku zobowiązaniowego inkorporowanego w obligacjach zamiennych lub z prawem pierwszeństwa. Warto również zwrócić uwagę na art. 511 § 3 k.s.h., zgodnie z którym uprawnienia posiadaczy papierów wartościowych innych niż akcje mogą być zmienione lub zniesione w drodze umowy pomiędzy posiadaczem obligacji zamiennych a spółką przejmującą bądź spółką nowo związaną. Konstrukcyjnie mowa w tym przepisie o nowacji (odnowieniu) stosunku zobowiązaniowego na podstawie art. 506 § 1 k.c. (zob. Rodzyńkiewicz, 2016, s. 377).

2. Podział z udziałem emitenta obligacji

Zgodnie z art. 528 k.s.h. spółka kapitałowa może podzielić się na dwie albo więcej spółek kapitałowych. Nie jest przy tym dopuszczalny podział spółki akcyjnej, jeżeli kapitał zakładowy nie został pokryty. Spółka osobowa nie podlega podziałowi. Nie podlega również podziałowi spółka w likwidacji, która rozpoczęła podział majątku ani spółka w upadłości (por. Pinior, 2015, s. 1303 i n.; Rachwał, 2017, s. 1314 i n.; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 658 i n.). Stosownie do art. 529 k.s.h. podział może być dokonany: 1) przez przeniesienie całego majątku spółki dzielonej na inne spółki za udziały lub akcje spółki przejmującej, które obejmują wspólnicy spółki dzielonej (podział przez przejęcie); 2) przez zawiązanie nowych spółek, na które przechodzi cały majątek spółki dzielonej za udziały lub akcje nowych spółek (podział przez zawiązanie nowych spółek); 3) przez przeniesienie całego majątku spółki dzielonej na istniejącą i na nowo związaną spółkę lub spółki (podział przez przejęcie i zawiązanie nowej spółki); 4) przez przeniesienie części majątku spółki dzielonej na istniejącą spółkę lub na spółkę nowo związaną (podział przez wydzielenie) (por. Pinior, 2015, s. 1309 i n.; Rachwał, 2017, s. 1319 i n.; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 476 i n.; Szumański, 2012, s. 691 i n.). Zgodnie z art. 531 k.s.h. spółki przejmujące lub spółki nowo związane powstałe w związku z podziałem wstępują z dniem podziału bądź z dniem wydzielenia w prawa i obowiązki spółki dzielonej, określone w planie podziału (częściowa sukcesja uniwersalna) (zob. Pinior, 2015, s. 1314 i n.; Rachwał, 2017, s. 1325 i n.; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 720 i n.). Podobnie jak w przypadku łączenia spółek, skoro obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi, o ile podmiot, który wstąpił w obowiązki emitenta nie posiada uprawnień do ich emitowania, wydaje się, że w przypadku podziału problem będzie zasadniczo dotyczył emitenta obligacji uprawniających do świadczeń innych niż pieniężne, tj. obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa. Jeśli w wyniku podziału spółki akcyjnej spółką przejmującą lub spółką nowo związaną byłaby spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, pojawia się pytanie o treść uprawnień obligatariuszy obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa. Konstrukcyjnie problem ten jest rozwiązany w sposób podobny jak w przypadku łączenia spółek. Zgodnie z art. 547 § 2 i 3 k.s.h. posiadacze papierów wartościowych innych niż akcje, emitowanych przez spółkę dzieloną, mają w spółce przejmującej lub spółce nowo związanej prawa co najmniej równoważne z tymi, które przysługiwały im dotychczas. Nadto zmiana lub zniesienie uprawnień posiadaczy obligacji zamiennych może nastąpić w drodze umowy między posiadaczem obligacji zamiennych a spółką przejmującą bądź spółką nowo związaną. Jasne jest więc, że art. 547 § 2 i 3 k.s.h. jest odzwierciedleniem art. 511 § 2 i 3 k.s.h. Dlatego też uwagi w zakresie łączenia spółek z udziałem emitenta obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa mają *par*

excellence odniesienie do podziału spółki akcyjnej (emitenta obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa) (odmiennie: Rachwał, 2017, s. 1378; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 622; por. Pinior, 2015, s. 1370 i n.; Szumański, 2012, s. 1000).

3. Przekształcenie emitenta obligacji

Zgodnie z art. 551 k.s.h. spółki osobowe i spółki kapitałowe (zwane spółkami przekształcanymi) mogą być przekształcane w inną spółkę handlową (zwaną spółką przekształconą). Nie może być przekształcana spółka w likwidacji, która rozpoczęła podział majątku oraz spółka w upadłości. Na gruncie przekształcenia, odmiennie niż w przypadku łączenia się spółek oraz podziału, mamy do czynienia z zasadą kontynuacji w sferze praw i obowiązków aniżeli z zasadą sukcesji uniwersalnej (por. Pinior, 2015, s. 1377 i n.; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 651 i n.; Szumański, 2012, s. 1039 i n.). Potwierdza tę zasadę art. 553 k.s.h., zgodnie z którym spółce przekształconej przysługują wszystkie prawa i obowiązki spółki przekształcanej. W przypadku przekształcenia emitenta obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa w spółkę osobową inną niż spółka komandytowo-akcyjna, obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne (podobnie świadczenia niepieniężne podlegają przekształceniu w świadczenia pieniężne). W przypadku przekształcenia spółki akcyjnej w spółkę komandytowo-akcyjną obligatariusze obligacji zamiennych w spółce akcyjnej przekształcanej zachowują prawo zamiany na akcje w przekształconej spółce komandytowo-akcyjnej na zasadzie kontynuacji. Interesujące jest jednak zagadnienie przekształcenia emitenta obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa będącego spółką akcyjną w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. Zgodnie z art. 580 k.s.h. posiadacze obligacji zamiennych, obligacji z prawem pierwszeństwa lub innych obligacji uprawniających do świadczeń niepieniężnych w przekształcanej spółce akcyjnej, uprawniających do świadczeń niepieniężnych w przekształcanej spółce akcyjnej, mają w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością prawa co najmniej równoważne z tymi, które im przysługiwały dotychczas. Nie jest przy tym wykluczona zmiana bądź wygaśnięcie tych uprawnień w drodze umowy między uprawnionym z tych obligacji a spółką przekształconą. W doktrynie wyrażany jest pogląd, zgodnie z którym możliwe będzie przyznanie wspólnikom spółki z ograniczoną odpowiedzialnością prawa do żądania zamiany obligacji na udziały czy prawo pierwszeństwa w objęciu udziałów (tak Pinior, 2015, s. 1436; Rodzyńkiewicz, 2016, s. 810 i n.). Moim zdaniem taki pogląd jest błędny. Ustawa o obligacjach nie dopuszcza bowiem konwersji obligacji zamiennych na akcje w obligacje zamienne na udziały (podobnie przekształcenie obligacji z prawem pierwszeństwa na obligacje z prawem pierwszeństwa do udziałów)¹³. Należy stosować w tym przypadku art. 74 ust. 6 uo, a więc stwierdzić, że następuje konwersja świadczenia niepieniężnego emitenta w świadczenie pieniężne na żądanie posiadacza takich rodzajów obligacji. Takie rozumowanie wydaje się zgodne z rozumieniem praw co najmniej równoważnych w świetle art. 580 k.s.h. jako nie praw tożsamyh, ale praw o wartości takiej samej lub większej niż to co wynikało ze stosunku zobowiązaniowego inkorporowanego w obligacjach zamiennych lub z prawem pierwszeństwa. Słusznie zauważono w doktrynie, że zagwarantowanie praw równoważnych **dotyczy przekształcenia spółki ak-**

¹³ Odmiennie Rodzyńkiewicz, 2016, nb 2, s. 810. Autor twierdzi, że dzięki art. 580 k.s.h. obligatariusze przekształcanej spółki akcyjnej będą uprawnieni do objęcia udziałów w przekształconej spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Podobnie też: Szumański, 2012, s. 1287.

cyjnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością¹⁴. Poza zakresem normatywnym w tym względzie pozostawiono zatem przekształcenie spółki akcyjnej w spółkę komandytowo-akcyjną. W tym przypadku, zgodnie z zasadą kontynuacji, z dniem przekształcenia uprawnieni z obligacji wyemitowanych przez przekształcaną spółkę akcyjną stają się obligatariuszami spółki komandytowo-akcyjnej, którym przysługują te same uprawnienia, jak w spółce przekształcanej (tak Tofel, 2017, s. 1505). Nie uregulowano również sytuacji, w której spółka komandytowo-akcyjna zostaje przekształcona w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. W tym względzie należałoby stosować art. 74 ust. 6 uo.

VII. Wnioski

W ramach artykułu podjęto zagadnienie obowiązywania tzw. zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji. Zagadnienie zostało omówione, w odniesieniu do zasad ogólnych dotyczących przejęcia długu w świetle k.c., oraz w kontekście konstrukcji prawnej obligacji i właściwości stosunku zobowiązaniowego z niej wynikającego. Mimo dominujących w doktrynie poglądów o obowiązywaniu zasady tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji, w artykule zajęto stanowisko (podobnie jak T. Sójka), że istnieje prawna możliwość przejęcia długu, a jakiegokolwiek w tym względzie wyjątki muszą wynikać z przepisów prawa. Co więcej, w zakresie możliwości przejęcia długu emitenta obligacji należy w tym względzie stosować ogólne przepisy prawa cywilnego (k.c.) z uwzględnieniem stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji. Wreszcie, w artykule przybliżono sytuacje, gdzie uo wskazuje bezpośrednio na możliwości zmiany po stronie emitenta – dłużnika z tytułu wyemitowanych obligacji.

Bibliografia

- Drapała, P. (2002). *Zwalniające przejęcie długu*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Grasela, M. (1999). *Obligacje zamienne na akcje*. Kraków: Dom Wydawniczy „Ostoja”.
- Michalski, M. (2011). Dojście emisji papierów wartościowych do skutku na przykładzie emisji obligacji. *Zeszyty Prawnicze UKSW*. Warszawa.
- Oplustil, K. (2017). W: J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Pawelczyk, M. (2001). Ograniczenia ryzyka zamknięcia emisji akcji w spółce publicznej. *PPW*, 2.
- Piniór, P. (2015). W: J. Strzępka (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Rachwał, A. (2017). W: J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Radwański, Z. i Olejniczak, A. (2006). *Zobowiązania – część ogólna* (7 wyd.). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

¹⁴ Por. Piniór, 2015, s. 1436. Autor słusznie zwraca uwagę, że przepisy Kodeksu spółek handlowych nie regulują kwestii przekształcenia spółki akcyjnej w spółkę osobową. Dodaje jednak, że zagwarantowanie praw równoważnych w takich przypadkach wydaje się utrudnione, z wyjątkiem przekształcenia spółki akcyjnej w spółkę komandytowo-akcyjną, a jednak powinno zostać wyraźnie unormowane roszczenie o uzyskanie stosownego wynagrodzenia z tytułu wygaśnięcia praw wynikających z obligacji przekształcanej spółki akcyjnej.

- Rodzinkiewicz, M. (2016). W: A. Opalski (red.), *Kodeks spółek handlowych*, t. IV. *Łączenie, podział i przekształcanie spółek. Przepisy karne. Komentarz. Art. 491–633*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sobolewski, L. (1997). *Ustawa o obligacjach*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sołtysiński, S., Szajkowski, A., Szumański, A. i Szwaja, J. (2012). *Kodeks spółek handlowych*, t. IV. *Łączenie, podział i przekształcanie spółek. Przepisy karne. Komentarz do artykułów 491–633*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sójka, T. (2018). *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Syp, S. (2015, 19 lutego). *Czy mogę wyemitować jedną obligację?* Korporacyjnie.pl. Pozyskano z: <http://korporacyjnie.pl/czy-moge-wyemitowac-jedna-obligacje>.
- Szumański, A. (2012). W: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. IV. *Łączenie, podział i przekształcanie spółek. Przepisy karne. Komentarz do artykułów 491–633*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Tofel, M. (2017). W: J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Weiss, I. (2006). W: A. Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego*, t. 19. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Weiss, I. (1997). *Obligacje*. Warszawa: KiK Konieczny i Kruszewski.
- Wierzbowski, M. i J. Róg-Dyrda (2019). W: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Woźniak, R. (2015). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Zagrobelny, K. (2017). E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.