

Daniel Stolecki*

Prawo właściwe dla przeniesienia akcji w obrocie zorganizowanym

Abstract: The article discusses the issues of conflict of laws in cross-border transfer of shares in the organized trading system. In regard to the private trading of securities-law rules based essentially on the *lex cartae sitae*. In terms of organized trading securities transfer transaction associated with making a series of records in securities accounts — as part of the system of securities clearance, settlement and ownership system where ownership information is held electronically as a book entry (indirect holding system). The solutions adopted in this regard in the Polish Private International Law seem to be sufficient.

The purpose of this paper is to discuss new approach to the problem of the cross-border transfer of shares, primarily based on the solutions of The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary. The Convention is largely a response to the move in recent times in most nations from a purely direct holding system to a mixed direct and indirect holding system. The reforms, though largely beneficial, have created an alarming level of uncertainty as to the question of “what law applies” in cross-border securities transactions. The development of a global agreed-upon method of determining the legal regime governing any such transactions lagged behind market practice, leaving financial markets with significant legal risk.

Keywords: transfer of shares, securities settlement system, securities intermediary, *lex cartae sitea*, PRIMA, Hague Securities Convention, applicable law

* Mgr, Uniwersytet Śląski w Katowicach, doktorant w Katedrze Prawa Cywilnego i Prawa Prywatnego Międzynarodowego.

1. Wstęp

Rozwój współczesnych rynków finansowych doprowadził do znacznego rozpowszechnienia się międzynarodowych transakcji zdematerializowanymi papierami wartościowymi za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji rynku kapitałowego. W obrocie masowym papiery wartościowe utraciły swoją tradycyjną formę dokumentu na rzecz zapisu elektronicznego w odpowiednim rejestrze¹. Dokument akcji przestał być nośnikiem prawa w nim inkorporowanego i nie pełni w tym przypadku funkcji obieguowości tego prawa. Obrót papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi został więc sprowadzony do formy elektronicznej, w szczególności w zakresie składania oświadczeń woli² i prowadzenia dokumentacji związanej z czynnościami dokonywanymi w sposób elektroniczny³.

W odniesieniu do prywatnego obrotu papierami wartościowymi normy kolizyjne opierały się zasadniczo na łączniku miejsca położenia dokumentu inkorporującego prawa z papieru wartościowego⁴ (*lex cartae sitae*). Dla oceny skutków prawnorzeczowych przeniesienia akcji wystarczające było zastosowanie reguły ogólnej dla praw rzeczowych, tj. miejsca położenia

¹ Zob. M. Romanowski, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 18: *Suplement*. Red. A. Szumański. Warszawa 2006, s. 14; L. Sobolewski, w: M. Bączyk, A. Kostecki, M. Michalski, W. Popiołek, L. Sobolewski, M. Stec, F. Zoll: *Prawo papierów wartościowych*. Red. S. Włodyka. Warszawa 2004, s. 962; A. Chłopecki: *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym* (I). „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 1995, nr 8, s. 12.

² Zob. art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. nr 183, poz. 1538 ze zm.), w myśl którego oświadczenia woli w związku z dokonywaniem czynności dotyczących obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi mogą być składane w postaci elektronicznej, jeżeli strony w umowie tak postanowiły.

³ Zgodnie z art. 13 ust. 2 u.o.i.f., dokumenty związane z czynnościami dokonanymi w sposób elektroniczny mogą być sporządzone na nośnikach elektronicznych, jeśli dokumenty te będą w sposób należyty utworzone, utrwalone, przekazane, przechowywane i zabezpieczone.

⁴ Zob. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*. Bd. 7. *Einführungsgesetze zum Bürgerlichen Gesetzbuche, Internationales Privatrecht*. München 1983, s. 793 i nast.; R. Goode, H. Kanda, K. Kreuzer: *Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary*. Haga 2005, s. 17–18; w literaturze polskiej odnośnie do zagadnień kolizyjnoprawnych dotyczących akcji zob. W. Popiołek: *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotem regulowanym*. PPH 2002, nr 11, s. 37 i nast.; S. Sołtysiński, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja: *Kodeks spółek handlowych*. T. 3. Warszawa 2003, s. 2008 i nast.; Idem: *Przeniesienie akcji imiennych i świadectw tymczasowych*. „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2002, z. 1, s. 247 i nast.

rzeczy⁵ (*rei sitae*). W warunkach obrotu zorganizowanego transakcja przeniesienia papierów wartościowych wiąże się z wieloma zapisami na indywidualnych bądź zbiorczych rachunkach — w ramach tzw. pośredniego systemu przechowywania papierów wartościowych (*indirect holding system*)⁶. Należy zatem spojrzeć na *modus* przenoszenia zdematerializowanych papierów w obrocie zorganizowanym przez pryzmat przyjętego w doktrynie rozdziału kompetencji statutów rzeczowego i obligacyjnego, ponieważ wraz z utratą przez papier wartościowy formy dokumentu papierowego przestała mieć znaczenie reguła *rei sitae* jako właściwa dla praw rzeczowych wynikających z dokumentu inkorporującego prawa z papieru wartościowego⁷.

Ponadto zastąpienie *lex cartae sitae* łącznikiem miejsca prowadzenia rachunku papierów wartościowych (art. 44 p.p.m.) wydaje się niewystarczające wobec większej liczby rachunków, jakie należy brać pod uwagę w przypadku transakcji przeniesienia akcji. Transfer akcji w warunkach obrotu międzynarodowego nie sprowadza się do jednego zapisu na rachunku papierów wartościowych. W ramach *indirect holding system* uczestnicy centralnych krajowych depozytów papierów wartościowych (*Central Securities Depository* — CSD) posiadają na ich rachunkach w CSD papiery wartościowe na własny rachunek bądź na rachunek inwestorów indywidualnych lub instytucjonalnych, a także dalszych pośredników. Jednocześnie funkcjonują instytucje o charakterze *International Central Securities Depository* (ICSD)⁸, które odgrywają rolę CSD w obrocie międzynarodowym. Powstaje zatem problem lokalizacji miejsca prowadzenia rachunku, na którym zapisane są papiery wartościowe, w całej strukturze organizacyjnej przechowywania i przenoszenia papierów wartościowych⁹.

⁵ Jednakże nawet w zakresie obrotu prywatnego kwestia ta okazywała się problematyczna; zob. wyroki *High Court (Chancery Division)* [1995] 1 W.L.R. 978 i *Court of Appeal* [1996] 1 All ER 585 w sprawie *Macmillan Inc. v Bishopsgate Investment Trust plc. and others*, a także wyrok SN z dnia 11 maja 1934 r. (C III 253/33). „Zbiór Orzeczeń Sądu Najwyższego. Orzeczenia Izby Cywilnej” [Warszawa] 1934, z. 12, s. 3—4.

⁶ Zob. R. Ege: *Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere*. Berlin 2006, s. 6—8; zob. także *The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through indirect Holding Systems, Report Prepared by Cristophe Bernasconi (Bernasconi Report)*. Haga 2000, s. 15—17.

⁷ Zob. J. Górecki: *Prawa rzeczowe i posiadanie w projekcie ustawy o prawie prywatnym międzynarodowym*. „Problemy Współczesnego Prawa Międzynarodowego Europejskiego i Porównawczego” [Rocznik wydawany przez Instytut Europeistyki Uniwersytetu Jagiellońskiego] 7 (2009), z. 1, s. 16.

⁸ Np. utworzony przez *Morgan Guaranty Trust of New York* w 1968 r. *Euroclear* lub powstały z połączenia *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières (Cedel)* i *Deutsche Börse Clearing AG* w 2002 r. *Clearstream*.

⁹ Zob. przykład hipotetyczny zamieszczony we wstępnym raporcie przygotowanym na użytek prac Haskiej konferencji prawa prywatnego międzynarodowego (*Bernasconi Report*), s. 15—17.

W niniejszym artykule przedmiot rozważań zostanie zawężony do problematyki przeniesienia akcji w warunkach obrotu zorganizowanego, w szczególności w kontekście uregulowań zawartych w ustawie z dnia 4 lutego 2011 r. — Prawo prywatne międzynarodowe¹⁰, rozporządzeniu nr 593/2008 (Rzym I)¹¹ oraz konwencji haskiej¹² z 2006 r.

2. Przeniesienie akcji w obrocie zorganizowanym

Akcje w obrocie zorganizowanym¹³ co do zasady podlegają dematerializacji¹⁴. Zgodnie z art. 7 ust. 1 u.o.i.f., prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku. Rachunkami papierów wartościowych są natomiast rachunki, na których zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe (art. 4 ust. 1 u.o.i.f.).

¹⁰ Dz.U. nr 80, poz. 432 ze zm.

¹¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I), Dz.Urz. UE L 177 z 4.07.2008 r., s. 6. Odnośnie do wyboru prawa na tle regulacji Konwencji rzymskiej zob. np. M. Wojewoda: *Zakres prawa właściwego dla zobowiązań umownych*. Warszawa 2007, s. 102 i nast.

¹² *The Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary*, (*Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte an intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung*).

¹³ Zgodnie z art. 3 pkt 9 u.o.i.f., przez obrót zorganizowany rozumie się obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu.

¹⁴ Dematerializacja następuje w trybie i na warunkach określonych w art. 5 ust. 3—5 u.o.i.f., gdy papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej, które nie będą podlegać dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym, albo wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu mogą mieć formę dokumentu, jeżeli emitent lub wprowadzający tak postanowi (art. 12 u.o.p.). Dopuszczalna jest zatem dematerializacja akcji mimo braku oferty publicznej oraz braku dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli akcje te mają być obracane wyłącznie w ramach alternatywnego systemu obrotu w sensie nadanym tej instytucji przez ustawę (dematerializacja fakultatywna) (tak L. Sobolewski, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 19: *Prawo papierów wartościowych*. Red. A. Szumański. Warszawa 2006, s. 1047; zob. także na tle art. 90 Prawa bankowego M. Michalski: *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*. „Prawo Spółek” [dalej: PS] 2000, nr 1, s. 14—15).

Przedmiotem obrotu giełdowego mogą być tylko zdematerializowane akcje na okaziciela, skierowane do nieoznaczonego adresata (*ad incertitas personas*). Jeśli spółka emitowała akcje imienne, to muszą być one zamienione na akcje na okaziciela przed wprowadzeniem do obrotu giełdowego. Zgodnie z polskimi ustawami regulującymi rynek kapitałowy, dematerializacja co najmniej jednej akcji spółki akcyjnej powoduje uzyskanie przez nią statusu spółki publicznej¹⁵.

W obrocie prywatnym umowa zobowiązująca do przeniesienia akcji na okaziciela jest umową o podwójnym skutku. Skutek rozporządzający uzależniony jest od przeniesienia własności dokumentu akcji, a ważność rozporządzenia akcją zależy od prawidłowości *causae*¹⁶. Dopuszczalne jest w tym przypadku stosowanie przepisów o przelewie wówczas, gdy przeniesienie tych praw ma nastąpić przed wydaniem przez spółkę akcjonariuszowi dokumentu akcji¹⁷. Inaczej rzecz przedstawia się w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi.

Umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych akcji przenosi je z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 2 zd. 1 u.o.i.f.). Czynność, na podstawie której dochodzi do przeniesienia akcji, ma charakter czynności realnej¹⁸ (albo *quasi*-realnej). Dla skuteczności umowy zobowiązującej do przeniesienia papierów ustawodawca nie wymaga dokonania jakichkolwiek aktów niebędących oświadczeniami woli, co implikuje jej konsensualny charakter. Natomiast sam zapis na rachunku papierów wartościowych w przypadku akcji — wywołując skutek rozporządzają-

¹⁵ Spółka publiczna jest prywatną spółką akcyjną, a przymiotnik „publiczny” oznacza tu masowy akcjonariat (tak M. Romanowski: *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*. PPH 2009, nr 3, s. 13). Przyczyną poddania spółek publicznych szczególnemu reżimowi prawnemu jest wyjątkowy charakter relacji z uczestnikami obrotu, która powstaje z reguły w sytuacji poszukiwania przez spółkę akcyjną tzw. efektywnego kapitału inwestycyjnego, co odbywa się w sposób publiczny (tak M. Michalski: *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*. PPH 2008, nr 1, s. 6).

¹⁶ Zob. J. Frąckowiak, w: J. Frąckowiak, A. Kidyba, A. Kruczałak, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziół: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Red. K. Kruczałak. Warszawa 2001, s. 549; zob. także W. Popiołek, w: P. Pinior, W. Popiołek, J.A. Strzępka, E. Zielińska: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Red. J.A. Strzępka. Warszawa 2012, s. 857.

¹⁷ Tak J. Frąckowiak, w: J. Frąckowiak, A. Kidyba, A. Kruczałak, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziół: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz...*, s. 547; A. Kidyba: *Kodeks spółek handlowych. T. 2: Komentarz do art. 301—633 KSH*. Kraków 2010, s. 221.

¹⁸ Zob. np. R. Czerniawski: *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej. Komentarz*. Warszawa 2004, s. 216 i nast.; J. Jastrzębski: *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*. Warszawa 2009, s. 393; M. Romanowski, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 18: *Suplement...*, s. 27.

cy — zastępuje czynność wręczenia (przeniesienia posiadania) dokumentu akcyjnego, który w obrocie na rynkach regulowanych nie występuje w formie tradycyjnej¹⁹.

W świetle poglądów doktryny²⁰, pozostaje jednak dyskusyjny charakter prawnorzeczowych nawiązań konstrukcyjnych papieru wartościowego. O ile dopuszczalne jest stwierdzenie, że dematerializacja papierów wartościowych stanowi formalnoprawny zabieg, w wyniku którego dokumenty inkorporujące prawa z papierów wartościowych są zastępowane przez zapisy komputerowe²¹, o tyle już dyskusyjne pozostaje stanowisko²², zgodnie z którym zdematerializowane papiery wartościowe w ogóle nie są papierami wartościowymi w rozumieniu art. 921⁶ i nast. kodeksu cywilnego²³. Z jednej strony do obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi postuluje się stosowanie odpowiednio zasad przenoszenia praw obowiązujących w przypadku przedmiotów materialnych²⁴, z drugiej zaś pojawiają się zdania o stosowaniu aspektów prawnorzeczowych zdematerializowanych papierów jedynie wówczas, gdy dokumentowy papier wartościowy traci tzw. moc obiegową w związku ze złożeniem do depozytu („unieruchomienie”)²⁵.

¹⁹ Zob. W. Popiołek, w: P. Pinior, W. Popiołek, J.A. Strzępka, E. Zielińska: *Kodeks spółek handlowych...*, s. 858; wpis na rachunku papierów wartościowych uznawano także za odpowiednik wydania dokumentu (zob. P. Sokal: *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*. PS 2006, nr 7—8, s. 78) bądź odpowiednik czynności wydania dokumentu (zob. M. Pawełczyk: *Bankowe papiery wartościowe na krajowym rynku finansowym: zagadnienia prawne*. PPH 1999, nr 6 dod., s. 20).

²⁰ Zob. zwłaszcza: M. Bączyk, w: M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss: *Papiery wartościowe*. Kraków 2000, s. 43; M. Lemonnier, J. Zięty, M. Mariański: *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*. PPH 2011, nr 8, s. 47—47; F. Zoll: *O nowelizacji art. 3 ust. 1 prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. „Transformacje Prawa Prywatnego” 2001, nr 1, s. 46; J. Jastrzębski: *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*. Warszawa 2009, s. 360, 362, 378; M. Michalski: *Konstrukcja bankowych papierów wartościowych w świetle zasady „numerus clausus” papierów wartościowych w prawie polskim*. „Prawo Bankowe” 1998, nr 2, s. 52; K. Włodarska: *Blokada rachunku papierów wartościowych jako sposób zabezpieczenia wierzytelności*. Kraków 2005, s. 18—21.

²¹ Zob. M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*. Warszawa 2003, s. 163.

²² Tak K. Zawada, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*. T. 1. Red. K. Pietrzykowski. Warszawa 2003, s. 675.

²³ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny. Dz.U. nr 16, poz. 93 ze zm.

²⁴ Tak K. Włodarska: *Blokada rachunku papierów wartościowych jako sposób zabezpieczenia wierzytelności*. Kraków 2005, s. 18.

²⁵ Tak A.W. Kawecki: *Z problematyki kolizyjnoprawnej współczesnego obrotu papierami wartościowymi*. W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*. Red. M. Kępiński, A. Nowacka. Poznań 2005, s. 843.

Przeważają głosy przyjmujące, że zmiana nośnika nie zmienia samej istoty papieru wartościowego²⁶. Brak jednak regulacji jednoznacznie precyzującej, czy obrót instrumentami finansowymi ma charakter prawnorzeczowy, obligacyjny, czy jest to obrót papierami wartościowymi bądź obrót prawami, do których częściowo stosuje się przepisy o papierach wartościowych²⁷.

Obrót na rynku regulowanym nie może dokonywać się bez udziału (pośrednictwa) firm inwestycyjnych (zasada przymusu maklerskiego)²⁸. W myśl art. 73 ust. 1 u.o.i.f., w umowie o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych firma maklerska zobowiązuje się do nabywania bądź zbywania instrumentów finansowych na rachunek zleceńodawcy. Przy wykonywaniu transakcji sprzedaży firma inwestycyjna działająca na rachunek sprzedającego wystawia zlecenie brokerskie sprzedaży na podstawie zlecenia, którego przedmiotem jest zbycie instrumentów finansowych, i zawiera umowę sprzedaży z firmą działającą na rachunek kupującego, przy czym do czasu rozliczenia papiery wartościowe są zablokowane na poziomie domu maklerskiego (do czasu rozrachunku posiadaczem papierów wartościowych pozostaje klient składający zlecenie zbycia tych papierów)²⁹. Przeniesienie następuje z chwilą uznania konta depozytowego prowadzonego przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW S.A.) bądź spółkę od niego zależną (rozrachunek). W konsekwencji papiery wartościowe rejestrowane są na koncie depozytowym prowadzonym dla firmy inwestycyjnej wystawiającej zlecenie kupna, tym samym staje się ona nabywcą tych papierów wartościowych³⁰ w momencie ich zapisu na tym koncie³¹. Dokonanie zapisu na rachunku papierów wartościowych na podstawie umowy możliwe jest

²⁶ Tak M. Romanowski, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 19: *Prawo papierów wartościowych...*, 2010, s. 118; T. Sójka: *Umorzenie akcji*. Kraków 2004, s. 44 i nast.; M. Bączyk, w: M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss: *Papiery wartościowe...*, s. 43.

²⁷ Zob. A. Jakubiec: *O zasadności kodyfikacji niektórych umów zawieranych na rynku kapitałowym*. W: *Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*. Red. T. Mróz, M. Stec. Warszawa 2012, s. 478.

²⁸ Zob. szerzej R. Blicharz: *Instytucje prawa rynku kapitałowego*. Toruń 2013, s. 160 i nast.

²⁹ Zob. M. Michalski, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda: *Prawo rynku kapitałowego*. Warszawa 2014, s. 628.

³⁰ Na podstawie art. 73 ust. 4 pkt 2 u.o.i.f. znajdują odpowiednie zastosowanie przepisy o komisie. Do nabytych przez firmę inwestycyjną (przy wykonywaniu zlecenia) akcji znajdzie zastosowanie art. 766 k.c., a tym samym jest ona zobowiązana wydać wszystko, co uzyskała, wykonując zlecenie (w tym przypadku nabyte akcje); zob. także K. Zacharzewski: *Prawo giełdowe*. Warszawa 2010, s. 252, który uważa przepisy o komisie za nieprzydatne dla transakcji giełdowej, uznając ją za umowę sprzedaży.

³¹ Zob. M. Michalski, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda: *Prawo rynku...*, s. 628.

dopiero po zarejestrowaniu przeniesienia papierów wartościowych pomiędzy odpowiednimi kontami depozytowymi (art. 7 ust. 4 u.o.i.f.)³².

3. Zdolność prawna i zdolność do czynności prawnych uczestników transakcji przeniesienia akcji

Dokonując oceny prawnej skuteczności nabycia bądź zbycia akcji, konieczne jest ustalenie zdolności prawnej oraz zdolności do czynności zbycia względnie nabycia akcji.

W przypadku osób fizycznych zdolność tę ocenia się według prawa wyznaczonego łącznikiem obywatelstwa — czyli prawa ojczystego (art. 11 ust. 1 p.p.m.), a w odniesieniu do osób prawnych i jednostek organizacyjnych niemających osobowości prawnej — według prawa państwa, w którym osoba ta ma siedzibę³³ (art. 17 ust. 1 p.p.m.). Ustawa wprowadza jednak nakaz uprzedniego sprawdzenia, jakie rozwiązanie przyjmuje prawo państwa siedziby osoby prawnej. Jeżeli prawo to przewiduje właściwość prawa państwa, na podstawie którego osoba prawna została utworzona, to stosuje się prawo tego państwa³⁴ (art. 17 ust. 2 p.p.m.). W odniesieniu do pojęcia „siedziba” osoby prawnej część autorów trafnie przyznaje

³² Uregulowanie to ma swoje źródło w zasadzie *delivery versus payment* — nieodwołalnego i w pełni skutecznego transferu instrumentów finansowych i jednoczesnego z nim transferu środków pieniężnych (tak L. Sobolewski, w: A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*. Red. L. Sobolewski. Warszawa 2000, s. 255).

³³ W ustawie z 1965 r. brak było przepisu, który jednoznacznie regulowałby statut personalny jednostek organizacyjnych niebędących osobami prawnymi, ale wyposażonych w atrybuty podmiotowości (tzw. ułomne osoby prawne). Część autorów wypowiadała się za szerokim rozumieniem pojęcia „osoba prawna”, które obejmowałoby także omawiane jednostki organizacyjne (B. Walaszek, M. Sośniak: *Zarys prawa prywatnego międzynarodowego*. Warszawa 1973, s. 76; W. Popiołek: *Prawo właściwe...*, s. 38; J. Gołaczyński: *Prawo prywatne międzynarodowe*. Warszawa 2003, s. 104 i 105). Według innego poglądu, należało stosować przepis o osobach prawnych w drodze analogii (M. Pazdan: *Prawo prywatne międzynarodowe*. Warszawa 2010, s. 105; S. Sołtysiński, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja: *Kodeks handlowy. Komentarz*. T. 1. Warszawa 1997, s. 216). W obecnym stanie prawnym przepisy o osobach prawnych stosuje się odpowiednio do jednostek organizacyjnych niemających osobowości prawnej (art. 21 p.p.m.).

³⁴ Możliwość zastosowania takiego odesłania jest wynikiem kompromisu pomiędzy teorią siedziby a teorią powstania osoby prawnej; szerzej zob. W. Kłyta, w: „System Prawa Handlowego”. T. 9: *Międzynarodowe prawo handlowe*. Red. W. Popiołek. Warszawa 2013, s. 113—115.

rozstrzygające znaczenie rzeczywistej siedzibie organu zarządzającego³⁵ (a nie jej siedzibie statutowej), za którą można uznać miejsce, w którym właściwy jej organ zarządzający podejmuje większość decyzji lub część decyzji o największym wpływie na jej funkcjonowanie³⁶. Jeżeli natomiast osoba fizyczna lub osoba prawna dokonuje czynności prawnej w zakresie prowadzonego przez siebie przedsiębiorstwa, to wystarczy, że ma zdolność do dokonania tej czynności według prawa państwa, w którym przedsiębiorstwo jest prowadzone (art. 11 ust. 2 i art. 18 ust. 1 p.p.m.).

Statutowi personalnemu podlega — oprócz zdolności prawnej spółki³⁷ — także ocena zagadnień związanych z członkostwem w spółce (w tym kwestia nabycia praw udziałowych, sposób ich wykonywania, treść tych praw i ich zmiana). Statut personalny rozstrzyga również o zbywalności praw udziałowych i dopuszczalności ich obciążania prawami rzeczowymi³⁸.

Specyfika obrotu zorganizowanego opartego na rzetelności i jawności informacji oraz rozbudowanym systemie nadzoru minimalizuje ryzyko braku lub ograniczeń w zdolności prawnej i zdolności do czynności prawnych uczestników transakcji przeniesienia akcji. Niemniej jednak ocenie podlegają wszystkie statuty personalne podmiotów pośredniczących w tej transakcji.

4. Zapis na rachunku papierów wartościowych w świetle rozdziału kompetencji statutów obligacyjnego i rzeczowego

W przypadku ustalenia, że dane prawo (uprawnienie) ma charakter prawnorzeczowy do jego oceny powinno znaleźć zastosowanie prawo wskazane łącznikiem miejsca położenia rzeczy w odpowiedniej chwili (*situs rei*). Natomiast w zakresie praw obligacyjnych właściwość prawa uzależniona

³⁵ Zob. W. Klyta: *Spółki kapitałowe w prawie prywatnym międzynarodowym*. Kraków 2002, s. 44; B. Walaszek, M. Sośniak: *Zarys prawa prywatnego międzynarodowego...*, s. 76.

³⁶ Zob. M. Pazdan: *Prawo...*, s. 106; W. Popiołek: *Prawo właściwe...*, s. 38.

³⁷ Zob. M. Pazdan: *Zagadnienia kolizyjnoprawne w prawie spółek handlowych*. W: „System Prawa Handlowego”. T. 2A: *Prawo spółek handlowych*. Red. S. Włodyka. Warszawa 2007, s. 427; por. także wyrok SN z dnia 27 marca 2008 r. (III CSK 210/07. Legalis nr 125064) na tle art. 9 § 2 ustawy Prawo prywatne międzynarodowe z 1965 r.

³⁸ Zob. A. Wowerka, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 20A: *Prawo prywatne międzynarodowe*. Red. M. Pazdan. Warszawa 2014, s. 683, Nb 213.

jest od wielu okoliczności, między innymi od rodzaju stosunku zobowiązaniowego, z którego dane prawo (uprawnienie) wynika lub ma wynikać³⁹.

W doktrynie brak jest zgodności co do tego, na podstawie jakich kryteriów należy ustalać, czy dane prawa są prawami rzeczowymi⁴⁰. F. Zoll ujmował je jako „prawa, których przedmiotem są rzeczy lub inne dobra, przedstawiające wartość majątkową, a których treścią jest władza bezpośrednia osoby uprawnionej nad tym przedmiotem — władza, która w następstwie swej bezpośredniości jest też bezwzględna, tzn. skuteczną przeciw każdemu trzeciemu”⁴¹. Zdaniem E. Drozda, „prawem rzeczowym w rozumieniu normy kolizyjnej jest wszystko to, co powinno podlegać właściwości prawa miejsca położenia rzeczy”. Kolizyjnoprawne pojęcie „prawo rzeczowe” nie musi bowiem pokrywać się z materialnoprawnym rozumieniem tego sformułowania. W sytuacjach wątpliwych należy natomiast badać, czy konkretne prawo powinno podlegać prawu miejsca położenia ze względu na cel przyświecający normie kolizyjnej posługującej się tym łącznikiem⁴².

Statut rzeczowy określa prawa do dokumentu jako rzeczy, nabycie albo utratę własności lub ograniczonego prawa rzeczowego bądź nabycie lub utratę posiadania dokumentu. Do określenia właściwości praw rzeczowych na akcjach stosuje się reguły kolizyjne dotyczące rzeczy ruchomych, gdyż papier wartościowy jako dokument⁴³ może zostać potraktowany jako rzecz⁴⁴.

³⁹ E. Drozd: *Kompetencja statutów rzeczowego i obligacyjnego w zakresie praw rzeczowych*. „Studia Cywilistyczne” [Warszawa—Kraków] 1979, T. 30, s. 127.

⁴⁰ M. Pazdan: *Prawo prywatne międzynarodowe*. Warszawa 2012, s. 206; zob. także E. Drozd: *Kompetencja statutów...*, s. 128 i nast. W odniesieniu do ograniczonych praw rzeczowych najczęściej przyjmuje się, że o tym, czy prawo ustanowione w celu zabezpieczenia jest ograniczonym prawem rzeczowym, rozstrzygać powinno prawo miejsca położenia przedmiotu tego prawa (zob. J. Górecki, w: „System Prawa Handlowego”. T. 9: *Międzynarodowe prawo handlowe*. Red. W. Popiołek..., s. 539).

⁴¹ F. Zoll: *Międzynarodowe prawo prywatne*. Kraków 1947, s. 50—58; autor był zwolennikiem wypracowania pojęcia wspólnego dla wszystkich praw merytorycznych, mimo różnic między nimi.

⁴² E. Drozd: *Kompetencja statutów...*, s. 140.

⁴³ W literaturze akceptuje się stanowisko, zgodnie z którym papier wartościowy zdematerializowany jest dokumentem (zob. np. L. Sobolewski, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 19: *Prawo papierów wartościowych...*, s. 965; odnośnie do stanowiska odmienne, wskazującego na zmianę nośnika z dokumentowego na elektroniczny, zob. F. Zoll: *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*. Warszawa 2001, s. 28—29, 31—33, 104; podobnie A. Kondracka: *Charakter prawny akcji*. Białystok 1999, s. 6 i nast.; natomiast K. Zacharzewski (*Umowa o pośrednictwo giełdowe*. Toruń 2008, s. 102 i nast.) wskazuje na nośnik „waloru giełdowego”.

⁴⁴ M. Pazdan: *Prawo...*, s. 220.

Zgodnie z brzmieniem art. 41 p.p.m., „Własność i inne prawa rzeczowe podlegają prawu państwa, w którym znajduje się ich przedmiot. Nabycie i utrata własności, jak również nabycie i utrata oraz zmiana treści lub pierwszeństwa innych praw rzeczowych, podlegają prawu państwa, w którym przedmiot tych praw znajdował się w chwili, gdy nastąpiło zdarzenie pociągające za sobą wymienione skutki prawne”⁴⁵. Dla akcji (papierów wartościowych) w formie dokumentów właściwe będzie prawo miejsca położenia dokumentu akcyjnego. W ustawie z 2011 r. odmiennie natomiast uregulowano prawo właściwe dla akcji niemających formy dokumentu (zdematerializowanych), którymi obrót wiąże się z dokonywaniem kolejnych lub równoczesnych zapisów na rachunkach papierów wartościowych.

Podstawowe uregulowanie w kwestii statutu rzeczowego dla papierów wartościowych (akcji) w obrocie zorganizowanym stanowi art. 44 p.p.m., zgodnie z którym „prawo wynikające z zapisu papieru wartościowego⁴⁶ na rachunku prowadzonym w systemie rozrachunku papierów wartościowych podlega prawu państwa, w którym prowadzony jest ten rachunek”. Definicja legalna systemu rozrachunków papierów wartościowych zawarta jest w art. 1 pkt 2 ustawy z 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami⁴⁷. W myśl art. 1 pkt 2 ustawy, przez „system rozrachunku papierów wartościowych” należy rozumieć „podlegające prawu polskiemu prawne powiązania pomiędzy co najmniej trzema instytucjami, w tym co najmniej jedną z instytucji, o których mowa w pkt. 5 lit. a—d lub lit. h, z wyłączeniem uczestnika pośredniego, w ramach których obowiązują wspólne dla tych uczestników zasady przeprowadzania rozliczeń lub realizacji ich zleceń rozrachunku, o których mowa w pkt. 12 lit. b, z zastrzeżeniem art. 2a”. Definicja ta implementuje art. 2 lit. a dyrektywy 98/26/WE, której celem było wyeliminowanie tzw. ryzyka rozrachunkowego (*settlement risk*) przez wprowadzenie zakazu wycofywania zleceń rozrachunku z syste-

⁴⁵ W art. 41 p.p.m. powtórzono ten sam łącznik — miejsca położenia przedmiotu prawa rzeczowego, którym posłużono się w art. 6 pkt 1 Ustawy z dnia 2 sierpnia 1926 r. o prawie właściwym dla stosunków prywatnych międzynarodowych (Dz.U. 1926, nr 101, poz. 581 ze zm.) oraz art. 24 ustawy z dnia 12 listopada 1965 r. — Prawo prywatne międzynarodowe (Dz.U. 1965, nr 46, poz. 290 ze zm.).

⁴⁶ Pojęcie „papier wartościowy” należy tu rozumieć jako „instrument finansowy”. W myśl art. 1 lit. a Konwencji genewskiej (UNIDROIT) z dnia 9 października 2009 r. (*Geneva Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*), papiery wartościowe to „akcje, obligacje lub inne instrumenty finansowe bądź aktywa finansowe (inne niż pieniądze), które można zapisać na rachunku papierów wartościowych i którymi można rozporządzać stosownie do przepisów konwencji”.

⁴⁷ Dz.U. nr 123, poz. 1351 ze zm.

mów rozrachunku papierów wartościowych (*securities settlement systems*), w szczególności w przypadku, gdy zostały wprowadzone do niego przed ogłoszeniem bądź odpowiednio krótko po ogłoszeniu upadłości uczestnika⁴⁸.

W art. 44 p.p.m. następuje modyfikacja zasady obowiązującej przy wyznaczaniu prawa właściwego dla rzeczy ruchomych, tj. *situs rei*, która w odniesieniu do papierów wartościowych wskazuje na prawo miejsca położenia papieru wartościowego (*lex cartae sitae*)⁴⁹. Ponieważ przeniesienie praw z akcji następuje przez zmianę zapisów na rachunkach depozytowych, które to zapisy zastępują sam dokument akcji, klasyczna reguła miejsca położenia papieru wartościowego (*lex cartae sitae*) jest zastępowana regułą *lex libri sitae* (*lex conto sitae*), zgodnie z którą prawem właściwym jest prawo obowiązujące w miejscu prowadzenia rachunku papierów wartościowych.

Umieszczenie art. 44 p.p.m. w tej części ustawy, która dotyczy praw rzeczowych, sugeruje prawnorzeczowy charakter zapisu na rachunku papierów wartościowych w ujęciu norm kolizyjnych. Intencja ustawodawcy wsparta jest tu argumentem skuteczności danego prawa wobec osób trzecich, przy czym skuteczność ta może przejawiać się z niejednakowym nałożeniem w różnych systemach prawnych. Już w samym prawie polskim granica między skutecznością *erga omnes* a skutecznością względną ulega przecież zatarciu⁵⁰. Prawnorzeczowy charakter zapisu na rachunku papierów wartościowych implikuje traktowanie „zapisu” jak „rzeczy”, co może budzić wątpliwości w kontekście obiegowości jako podstawowej cechy papieru wartościowego, który tu zostaje dodatkowo pozbawiony nośnika materialnego. W obrocie zdematerializowanymi papierami wartościowymi nie chodzi w istocie o „obrót zapisem na rachunku papierów wartościowych”, ale „obrót prawami z papieru wartościowego”. Konsekwentne traktowanie

⁴⁸ Negatywne skutki ryzyka rozrachunkowego (tzw. ryzyko *Herstatt*) uwidoczniła upadłość niemieckiego banku *Herstatt*, ogłoszona 26 czerwca 1974 r. o godz. 16.30, na koniec dnia rozliczeniowego, od którego to momentu bank zaprzestał dokonywania płatności na rzecz swoich kontrahentów w Nowym Jorku. Ponieważ w Nowym Jorku była dopiero godz. 10.30 rano, banki amerykańskie, nie wiedząc o upadłości, przez cały dzień rozliczeniowy przekazywały płatności na rzecz *Herstatt*.

⁴⁹ W polskim p.p.m. pominięto odrębną regulację właściwości prawa dla papierów wartościowych w formie dokumentów (tradycyjnej). Znajduje do nich zastosowanie reguła ogólna — prawa rzeczowe oraz posiadanie podlegają *legem cartae sitae*; zob. J. Górecki: *Prawa...*, s. 16; na temat *lex cartae sitae* w odniesieniu do konosamentów zob. E. Drozd: *Rozporządzanie towarami za pomocą dokumentów w międzynarodowym obrocie handlowym*. W: „Problemy Prawne Handlu Zagranicznego”. T. 1. Red. M. Pazdan. Katowice 1977, s. 45 i nast.

⁵⁰ Zob. „System Prawa Cywilnego”. T. 1: (*Część ogólna*). Red. S. Grzybowski. Wrocław—Warszawa—Kraków—Gdańsk 1974, s. 229.

zapisu jako substytutu dokumentu papierowego może prowadzić do sytuacji, w której kilka dokumentów (zapisów) wskazuje różne prawa właściwe dla prawnorzeczowych skutków przeniesienia instrumentu finansowego.

Zdematerializowane papiery wartościowe najczęściej występują wielokrotnie w różnych obszarach rejestracji, obejmujących zarówno konta indywidualne, jak i konta zbiorcze papierów wartościowych⁵¹. W przypadku giełdowej sprzedaży akcji przy zawarciu umowy biorą udział trzy osoby, tj. strony umowy oraz giełda, a przy jej wykonaniu ponadto izba rozliczeniowa oraz giełdowy bank rozliczeniowy⁵². Z uwagi na obowiązujący na rynkach regulowanych przymus maklerski oraz fakultatywne usługi pośrednictwa świadczone przez firmy inwestycyjne należy uwzględnić także dodatkowe zapisy na rachunkach papierów wartościowych odnoszące się do tej samej transakcji przeniesienia akcji. Norma kolizyjna z art. 44 p.p.m. nie jest zatem wystarczająca wobec charakteru przenoszenia akcji zdematerializowanych, z którym wiąże się zmiana zapisów zarówno na rachunkach zbywcy i nabywcy, jak też instytucji pośredniczących w przeniesieniu akcji. Problemu braku kryteriów wyznaczania miejsca prowadzenia rachunku nie rozwiązuje odwołanie się do uregulowań wyznaczających prawo właściwe dla umowy rachunku, tj. rozporządzenia nr 593/2008 (Rzym I). Miejsce położenia rachunku należałoby w tym przypadku traktować jako miejsce zwykłego pobytu instytucji pośredniczącej w rozumieniu art. 19 rozporządzenia, a zatem miejsce siedziby jej głównego organu zarządzającego lub miejsce siedziby filii, agencji bądź innego oddziału tej instytucji, jeżeli umowa o prowadzenie rachunku została zawarta przez ten oddział⁵³.

Szukając rozwiązania problemu kompetencji statutów obligacyjnego i rzeczowego w przyjęciu kwalifikacji praw rzeczowych według systemu merytorycznego *rei sitae*, proponowano, aby skutki danej instytucji prawnej wywierane między stronami poddać statutowi obligacyjnemu,

⁵¹ Zob. L. Sobolewski, w: „System Prawa Prywatnego”. T. 19: *Prawo papierów wartościowych...*, s. 1107.

⁵² Szerzej K. Zacharzewski: *Umowa sprzedaży jako podstawa rozporządzenia w obrocie giełdowym*. W: *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*. Red. W.J. Katner, U. Promińska. Warszawa 2010, s. 562.

⁵³ Rozwiązanie przyjmujące kryteria z art. 19 rozporządzenia zastosowano np. w art. 46 ust. 3 wniosku Komisji Europejskiej z 7 marca 2012 r., dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (CDPW) oraz zmieniającego dyrektywę 98/26/WE, COM(2012)73 final. Zob. O. Tytoń: *Kolizyjnoprawne problemy rachunków papierów wartościowych — uwagi na tle art. 44 ustawy — Prawo prywatne międzynarodowe*. W: *Znad granicy ponad granicami. Księga dedykowana Profesorowi Dieterowi Martiny*. Red. M. Krzymuski, M. Margoński. Warszawa 2014, s. 332—333.

a w zakresie, w jakim mogą one wystąpić w stosunku do osób trzecich, przyjąć właściwość statutu rzeczowego⁵⁴. Należy jednak mieć na względzie istnienie systemów prawnych, w których podział na prawa obligacyjne i rzeczowe nie został w sposób dostateczny ukształtowany. Ponadto uzależnianie skutków przeniesienia papierów wartościowych od podziału kompetencji omawianych statutów według systemu merytorycznego *rei sitae* wydaje się w przypadku transgranicznego obrotu instrumentami finansowymi pozostawać w sprzeczności z dążeniem do zwiększania przejrzystości globalnego rynku kapitałowego.

Zagadnieniem niewchodzącym w zakres statutu rzeczowego jest tytuł nabycia akcji zapisanych na rachunku papierów wartościowych. Strony mają tu swobodę wyboru prawa, a jeśli takiego wyboru nie dokonają, znajduje zastosowanie art. 4 ust. 1 lit. h rozporządzenia Rzym I⁵⁵, zgodnie z którym „umowa zawarta w ramach wielostronnego systemu, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w rozumieniu definicji z art. 4 ust. 1 pkt 17 dyrektywy 2004/39/WE⁵⁶, zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe, który podlega jednemu prawu, podlega temu właśnie prawu”.

W przypadku braku dokonania wyboru prawa przez strony łącznik omawianej normy kolizyjnej odsyła do prawa państwa regulującego rynek, w ramach którego funkcjonuje wielostronny system kojarzenia transakcji, i które zawiera regulacje prawne dotyczące takiego systemu⁵⁷. Jeżeli regulacji takich brakuje, to prawem właściwym będzie prawo państwa, na terenie którego działa centrum operacyjne systemu⁵⁸.

⁵⁴ M. Wolff: *Private International Law*. Oxford 1950, s. 461.

⁵⁵ Z zakresu zastosowania rozporządzenia Rzym I wyłączone zostały zobowiązania wynikające z weksli, czeków, weksli własnych oraz innych zbywalnych papierów wartościowych w zakresie, w jakim zobowiązania z tych innych papierów wartościowych wynikają z ich zbywalności (art. 1 ust. 2 lit. d). Należy zgodzić się z poglądem, zgodnie z którym w zakresie, w jakim wyłączenie z art. 1 ust. 2 lit. d rozporządzenia Rzym I odnosi się do zdematerializowanych papierów wartościowych, pozostaje ono normą pustą (zob. M. Mataczyński: *Prawo właściwe dla odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji i inne delikty prawa rynku kapitałowego*. W: *Współczesne wyzwania prawa prywatnego międzynarodowego*. Red. J. Poczubut. Warszawa 2013, s. 156—160 oraz cytowaną tam literaturę).

⁵⁶ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, zmieniająca Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EWG.

⁵⁷ Prawo wskazane normą z art. 4 ust. 1 lit. h rozporządzenia Rzym I znajduje zastosowanie bez względu na to, czy umowy dotyczące instrumentów finansowych zawierane są z konsumentem (art. 6 ust. 4 lit. e rozporządzenia Rzym I).

⁵⁸ M.A. Zachariasiewicz, w: „System Prawa Handlowego”. T. 9: *Międzynarodowe prawo handlowe*. Red. W. Popiołek..., s. 246—247, Nb 201.

Uregulowanie zawarte w rozporządzeniu opiera się na założeniu, że na poziomie krajowym istnieje jednolity system zasad, który reguluje działanie tych systemów i tym samym wyznacza ich statut. Wskazane jest, aby także stosunki nawiązywane z indywidualnymi inwestorami oraz maklerami, którzy, dokonując zakupu lub sprzedaży akcji, uczestniczą w tych wielostronnych systemach, podlegały jednolitemu statutowi. Zastosowanie do poszczególnych transakcji różnych łączników opartych przede wszystkim na siedzibie (miejscu zwykłego pobytu) stron umowy prowadziłoby do tego, że takie akcje utraciłyby swoją cechę, polegającą na byciu przedmiotem obrotu, a więc stałyby się *sui generis* rzeczami niezamiennymi⁵⁹.

Norma kolizyjna z art. 4 ust. 1 lit. h rozporządzenia Rzym I nie dotyczy ponadto umów o prowadzenie rachunku, zawieranych pomiędzy pośrednikami (maklerami) a uczestnikami systemu (klientami). Obejmuje swym zakresem wyłącznie umowy zakupu, sprzedaży lub pożyczki instrumentów finansowych⁶⁰. Zatem dla umów sprzedaży akcji na rynku regulowanym bądź w alternatywnym systemie obrotu (ASO) w przypadku braku wyboru prawa prawem właściwym będzie prawo państwa, które reguluje odpowiednio zasady organizacji rynku giełdowego lub rynków pozagiełdowych bądź ASO. Jeżeli natomiast strony nie wybrały prawa dla umowy o prowadzenie rachunku, to prawem właściwym będzie prawo państwa, w którym znajduje się siedziba głównego organu zarządzającego instytucji pośredniczącej lub miejsce siedziby filii, agencji bądź innego oddziału tej instytucji, pod warunkiem, że umowa o prowadzenie rachunku została zawarta przez ten oddział⁶¹.

5. Koncepcja PRIMA

Rozwiązań w kwestii wskazywania prawa właściwego dla międzynarodowego przenoszenia akcji zdematerializowanych (i innych papierów wartościowych) miała dostarczyć tzw. koncepcja PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*). W myśl jej założeń, prawem właściwym jest prawo państwa, w którym znajduje się rachunek prowadzony

⁵⁹ Zob. A. Bělohlávek: *Rozporządzenie Rzym I. Konwencja rzymska. Komentarz*. T. 1. Warszawa 2010, s. 915.

⁶⁰ Zob. M.A. Zachariasiewicz, w: „System Prawa Handlowego”. T. 9: *Międzynarodowe prawo handlowe*. Red. W. Popiołek..., s. 247, Nb 201.

⁶¹ Zob. art. 4 ust. 2 w zw. z art. 19 rozporządzenia Rzym I.

przez właściwego — mającego związek z transakcją — pośrednika (*relevant intermediary*). PRIMA nie określa jednak kryteriów ustalania pośrednika właściwego, a tym samym nie zawsze zgodnie z nią można jednoznacznie wskazać prawo właściwe na podstawie miejsca prowadzenia rachunku. Koncepcja właściwego pośrednika znajduje jednak podstawowe zastosowanie w regulacjach unijnych w zakresie obrotu papierami wartościowymi⁶², a na skutek implementacji dyrektyw odnoszących się do ustanawiania zabezpieczeń finansowych na niematerialnych instrumentach finansowych — także w regulacjach polskich. Zatem zastaw i inne zabezpieczenia na akcjach zdematerializowanych⁶³ w zakresie objętym niżej przytaczanymi normami będą oceniane na podstawie łącznika miejsca prowadzenia rachunku papierów wartościowych przez właściwego pośrednika mającego związek z transakcją⁶⁴.

Zgodnie z art. 12 ust. 2 Ustawy z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami⁶⁵, implementującej Dyrektywę 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (*Finality Directive*), „jeżeli przedmiotem zabezpieczenia ustanowionego na rzecz uczestnika systemu, Narodowego Banku Polskiego, banku centralnego innego państwa członkowskiego lub Europejskiego Banku Centralnego są papiery

⁶² W przedmiocie zastosowania łącznika właściwego pośrednika (instytucji pośredniczącej) zob.: art. 9 ust. 2 Dyrektywy 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (Dz.Urz. WE L 166 z 11.06.1998, s. 45—50), art. 25 lit. c Dyrektywy 2001/17/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 marca 2001 r. w sprawie reorganizacji i likwidacji zakładów ubezpieczeń (Dz.Urz. WE L 110 z 20.04.2001, s. 28—39), art. 24 Dyrektywy 2001/24/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 kwietnia 2001 r. w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych (Dz.Urz. WE L 125 z 5.05.2001, s. 15—23), art. 9 Dyrektywy 2002/47/WE w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (Dz.Urz. WE L 168 z 27.06.2002, s. 43—50).

⁶³ Zastaw na akcjach zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych stanowi odmianę zastawu na prawach. W literaturze na określenie zastawu na akcjach dopuszczonych do publicznego obrotu, zapisanych na rachunku papierów wartościowych, stosuje się pojęcie nieposesoryjnego zastawu na prawach udziałowych z akcji (tak S. Sołtyśsiński, w: S. Sołtyśsiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja: *Kodeks spółek handlowych*. T. 3: *Komentarz do artykułów 301—458*. Warszawa 2003, s. 308). W tematyce zastawu na akcjach zdematerializowanych zob. także: P. Sokal: *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach*. Warszawa 2011, s. 221 i nast.; R. Uliasz: *Zastaw na akcjach zdematerializowanych dopuszczonych do obrotu publicznego*. PPH 2006, nr 3, s. 27 i nast.

⁶⁴ W obu przytaczanych dalej dyrektywach wyłączono wyraźnie odesłanie do przepisów kolizyjnych wskazanego porządku prawnego.

⁶⁵ Tekst jedn. Dz.U. 2010, nr 112, poz. 743 z późn. zm.

wartościowe, to do określenia praw tych podmiotów, wynikających z tych papierów, stosuje się przepisy prawa polskiego, o ile te papiery są zapisane w rejestrze lub na rachunku prowadzonym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, bądź przepisy innego państwa członkowskiego, o ile te papiery są zapisane w rejestrze lub na rachunku prowadzonym na terytorium tego państwa”.

Oprócz wspomnianej normy kolizyjnej, implementowano inną o znacznie szerszym zakresie podmiotowym⁶⁶. Zgodnie z art. 13 Ustawy z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych⁶⁷, implementującej Dyrektywę 2002/47/WE w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (*Financial Collateral Directive*⁶⁸), „umowa o ustanowienie zabezpieczenia finansowego na niematerialnych instrumentach finansowych, prawa wynikające z tego zabezpieczenia, pierwszeństwo praw, a także zaspokajanie się z takiego zabezpieczenia podlegają wyłącznie prawu państwa, w którym jest prowadzony rachunek papierów wartościowych, rachunek zbiorczy, inny rachunek, na którym zapisywane są instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, konto depozytowe lub inna ewidencja papierów wartościowych, w której zabezpieczenie to zostało odnotowane. Prawu temu podlega również nabycie w dobrej wierze niematerialnych instrumentów finansowych”.

6. Prawo właściwe według konwencji haskiej z 2006 roku

Rozwiązanie problemu prawa właściwego dla oceny praw wynikających z zapisu na rachunku papierów wartościowych miała przynieść Konwencja haska z dnia 5 lipca 2006 r. o prawie właściwym dla niektórych praw dotyczących papierów wartościowych rejestrowanych przez instytucję pośredni-

⁶⁶ Zamiast podmiotów wymienionych w Dyrektywie 98/26 ustawodawca używa określenia *financial institutions subject to prudential supervision*.

⁶⁷ Tekst. jedn. Dz.U. 2012, poz. 942 z późn. zm.

⁶⁸ Zgodnie z preambułą, celem Dyrektywy 2002/47 jest m.in.: rozszerzenie zakresu stosowania przyjętej w Dyrektywie 98/26 zasady właściwości prawa miejsca lokalizacji danego rachunku papierów wartościowych (pkt 7), nie eliminując możliwości stosowania normy kolizyjnej *lex rei sitae* w odniesieniu do papierów wartościowych zarejestrowanych w systemie bezpośredniej rejestracji (*indirect holding system*), powszechne uznanie właściwości łącznika PRIMA w kwestii skuteczności wobec osób trzecich (*perfection*) zabezpieczeń rzeczowych ustanowionych na zdematerializowanych papierach wartościowych (*book-entry securities*) (pkt 8); zob. szerzej A.W. Kawecki: *Z problematyki...*, s. 848—850.

czącą⁶⁹. Opierając się na założeniu, że istnieje wiele miarodajnych rachunków (zasada PRIMA), konwencja ustanawia zasadę, w myśl której ocena skuteczności przeniesienia instrumentów finansowych dokonywana będzie w odniesieniu do każdego rachunku. Może to prowadzić do stosowania wielu różnych porządków prawnych w ramach jednej transakcji przeniesienia instrumentów finansowych⁷⁰. W warunkach wspomnianego wcześniej pośredniego systemu przechowywania papierów wartościowych (*indirect holding system*) oznacza to, że każdy etap przeniesienia instrumentu finansowego podlega odrębnej ocenie według prawa miejsca prowadzenia danego rachunku przez pośrednika mającego związek z transakcją („pośrednik właściwy”⁷¹).

Stronami umowy o prowadzenie rachunku są — zgodnie z art. 1 ust. 1 lit. d oraz g konwencji — posiadacz rachunku⁷² (*account holder, titulaire de compte, Depotinhaber*) i pośrednik właściwy (*relevant intermediary, intermédiaire pertinent, massgeblicher Intermediär*). Przewidziana przez konwencję w art. 4 ust. 1 możliwość dokonania wyboru prawa przez strony umowy o prowadzenie rachunku określana bywa nawet mianem rewolucji w międzynarodowym prawie rzeczowym⁷³. Wprawdzie niektórym narodowym porządkom prawnym znany jest już, w różnym zakresie, wybór prawa dla stosunków prawnorzeczowych dopuszczony przez ich ustawy kolizyjne (szwajcarską⁷⁴ i amerykańską⁷⁵), ale większość państw pozosta-

⁶⁹ Konwencja została uchwalona w ramach Haskiej konferencji prawa prywatnego międzynarodowego. Do tej pory ratyfikowały ją Szwajcaria (14.09.2009 r.; zob. art. 108a i 108c szwajcarskiego p.p.m.) i Mauritius (15.10.2009 r.), a podpisały Stany Zjednoczone (5.07.2006 r.).

⁷⁰ Tzw. *stage-by-stage approach*; zob. R. Goode, H. Kanda, K. Kreuzer: *Explanatory Report...*, s 82, Nb 4—43.

⁷¹ „Pośrednik właściwy” to pośrednik, który prowadzi rachunek papierów wartościowych dla posiadacza rachunku. Takie uregulowanie przypomina definicję *securities intermediary* w amerykańskim UCC (UCC § 8—102 (a) (14): „*Securities intermediary* means (i) a clearing corporation; or (ii) a person, including a bank or broker, that in the ordinary course of its business maintains securities accounts for others and is acting in that capacity”.

⁷² „Posiadacz rachunku” to osoba, w imieniu której pośrednik prowadzi rachunek papierów wartościowych.

⁷³ Zob. R. Ege: *Das Kollisionsrecht...*, s. 149.

⁷⁴ Artykuł 104 ust. 1 szwajcarskiej ustawy o prawie prywatnym międzynarodowym (IPRG): „Die Parteien können den Erwerb und den Verlust dinglicher Rechte an beweglichen Sachen dem Recht des Abgangs- oder des Bestimmungsstaates oder dem Recht unterstellen, dem das zugrundeliegende Rechtsgeschäft untersteht”. Artykuł 105 ust. 1 zd. 1: „Die Verpfändung von Forderungen, Wertpapieren und anderen Rechten untersteht dem von den Parteien gewählten Recht”. Dokonany w świetle tych przepisów wybór prawa nie może jednakże przeciwstawiać się osobom trzecim (zob. art. 104 ust. 2 i art. 105 ust. 1 zd. 2 IPRG).

⁷⁵ Na podstawie § 8—110 (e) (1) UCC strony umowy o prowadzenie rachunku mają swobodę wyboru prawa. Zob. także § 8—110 (b) UCC.

je tu przy obiektywnych łącznikach. Swoboda wyboru prawa przez strony umowy o prowadzenie rachunku zostaje jednak ograniczona w tym sensie, że mogą one wybrać jedynie prawo państwa, w którym właściwy pośrednik ma, w chwili dokonywania czynności wyboru prawa, swoje biuro⁷⁶ (*office, établissement, Geschäftsstelle*). Takie uregulowanie powoduje, że obojętne dla wyboru prawa pozostaje miejsce faktycznego prowadzenia rachunku papierów wartościowych czy samo miejsce przeniesienia akcji. Wystarcza zatem prowadzenie przez danego pośrednika właściwego jakiegokolwiek biura w państwie, którego prawo strony wybrały, a nie obligatoryjnie tam, gdzie prowadzony jest konkretny, podlegający ocenie, rachunek⁷⁷.

Autonomia woli stron w zakresie wyboru prawa może jednak prowadzić do sytuacji, w której osoby trzecie, których, zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. b—g konwencji, także dotyczy zakres statutu wskazanego w wyniku wyboru prawa, nie mogą obiektywnie określić, jakie prawo strony wybrały. Najczęściej będzie tu chodziło o wierzycieli chcących zabezpieczyć swoje roszczenia bądź zaspokoić je przez zajęcie akcji. Jednakże uzyskanie informacji o tym, jakie prawo strony wybrały, prowadzi do większej przejrzystości w odniesieniu do prawa właściwego znajdującego zastosowanie dla tej transakcji⁷⁸.

Konwencja w art. 5 przewiduje stosowane kaskadowo łączniki posiłkowe na wypadek braku wyboru prawa przez strony. I tak jeżeli w umowie o prowadzenie rachunku nie doszło do ważnego wyboru prawa, jednakże można wyraźnie i jednoznacznie na tej podstawie stwierdzić, że umowa została zawarta przez określone biuro handlowe (*office*) właściwego pośrednika (instytucji pośredniczącej), to prawem właściwym będzie prawo państwa, w którym ta siedziba jest położona. Jeżeli ten łącznik okaże się nieskuteczny, to prawem właściwym będzie prawo, które w chwili

⁷⁶ Zgodnie z konwencją, musi to być biuro (*office*), które:

1) samodzielnie lub wspólnie z innymi biurami (*offices*) właściwego pośrednika (*relevant intermediary*), lub też we współdziałaniu z innymi osobami działającymi na rachunek danego pośrednika w tym lub innym państwie:

a) dokonuje wpisów na rachunkach papierów wartościowych lub wpisy takie kontroluje;

b) dokonuje rozliczeń płatności kwot wypłaconych przez emitenta oraz wykonywania praw korporacyjnych w odniesieniu do takich papierów wartościowych; lub

c) jest w inny sposób zaangażowane w działalność prowadzenia rachunków papierów wartościowych; lub

2) jest zindywidualizowane numerem konta, kodem bankowym lub innymi narzędziami identyfikacji jako podmiot prowadzący rachunki papierów wartościowych w tym państwie, szczególne środki identyfikacji związane z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych.

⁷⁷ Tak R. Goode, H. Kanda, K. Kreuzer: *Explanatory Report...*, s. 73, Nb 4—23.

⁷⁸ Zob. R. Ege: *Das Kollisionsrecht...*, s. 162—163.

zawierania pisemnej umowy albo, w przypadku braku umowy, w chwili otwierania rachunku obowiązuje w państwie, w którym instytucja pośrednicząca zastała utworzona lub w inny sposób zorganizowana. Jeżeli instytucja pośrednicząca została utworzona w państwie, w którym obowiązuje wiele systemów prawnych, to decyduje siedziba handlowa (*place of bussines, lieu d'activité professionnelle, Geschäftssitz*) lub — gdy jest wiele takich siedzib — siedziba główna (*principal place of bussines, principal lieu d'activité, Hauptgeschäftssitz*). Ostatni łącznik wskazuje na prawo państwa, w którym w chwili zawierania umowy pisemnej lub w jej braku w chwili otwierania rachunku właściwy pośrednik (*relevant intermediary*) ma siedzibę handlową, a w wypadku ich wielości — siedzibę główną. Nie można zatem wykluczyć, że prawo właściwe wskazane przy zastosowaniu opisanych łączników nie będzie prawem państwa, w którym prowadzony jest rachunek papierów wartościowych⁷⁹.

Uwagi wymaga art. 6 konwencji, w którym zastrzega się, że przy ustalaniu prawa właściwego na podstawie przepisów konwencji nie bierze się pod uwagę wymienionych w tym przepisie kryteriów, do których należą siedziba emitenta (lit. a), miejsce przechowywania materialnych dokumentów reprezentujących prawa z papierów wartościowych (lit. b), miejsce, w którym prowadzony jest przez emitenta lub dla niego rejestr papierów wartościowych (lit. c), oraz miejsce, w którym działa pośrednik, będący w tym przypadku pośrednikiem właściwym (*relevant intermediary*).

Konwencja odchodzi zatem w swoich uregulowaniach od obiektywnego łącznika miejsca prowadzenia rachunku przez właściwego pośrednika (koncepcji PRIMA) na rzecz ograniczonego wyboru prawa⁸⁰. Ten zwrot stał się jednym z elementów nadal wstrzymujących procedurę przyjęcia jej uregulowań w Unii Europejskiej⁸¹. Podkreśla się przede wszystkim: kwestię bezpieczeństwa prawnego w kontekście międzynarodowym

⁷⁹ Zob. M. Glicz: „*Lex cartae sitae*” w obrocie zdematerializowanymi papierami wartościowymi. W: *Współczesne wyzwania...*, s. 90.

⁸⁰ Zamiast nazwy PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*) używanej w odniesieniu do konwencji (nazywanej też Konwencją PRIMA) proponuje się stosować określenie *account agreement approach* (AAA); zob. R. Ege: *Das Kollisionsrecht...*, s. 159.

⁸¹ Zob. pkt 4 Rezolucji Parlamentu Europejskiego z dnia 14 grudnia 2006 r. w sprawie konsekwencji podpisania Konwencji haskiej w sprawie papierów wartościowych (Dz.Urz. UE C 317E z 23.12.2006, s. 904). W Rezolucji podkreśla się także m.in.: sprzeczność uregulowań Konwencji z Dyrektywami 2002/47/WE, 98/26/WE i 2001/24/WE (lit. A), przywiązanie do zasady PRIMA (pkt 3), a także zastrzeżenia Europejskiego Banku Centralnego dotyczące zagrożeń systemowych i zagrożenia gwałtownym wzrostem liczby sporów dotyczących realizacji zabezpieczeń, w których sądy będą musiały stosować prawo innego kraju, zwłaszcza w celu ustalenia kolejności zabezpieczenia (pkt 5).

w odniesieniu do prawa właściwego dla niektórych zagadnień dotyczących posiadania, możliwości wniesienia sprzeciwu i przenoszenia papierów wartościowych zapisanych na rachunku w instytucji pośredniczącej oraz zabezpieczeń ustanowionych na tych papierach wartościowych, a także ograniczenie zagrożeń systemowych, które mogą wynikać z niepewności utrzymującej się w tych dziedzinach⁸².

W odpowiedzi na problemy wynikające z możliwego stosowania wielu różnych porządków prawnych w ramach jednej transakcji przeniesienia instrumentów finansowych⁸³ powstały alternatywne koncepcje, których wspólnym mianownikiem jest próba wyodrębnienia jednego stosunku prawnego, na podstawie którego ustala się prawo właściwe. *Lex creationis* za kluczowy uznaje stosunek między zbywcą a nabywcą⁸⁴. Koncepcja Super-PRIMA wskazuje wyłącznie na rachunek nabywcy i każe oceniać skuteczność rozporządzenia akcjami (i innymi papierami wartościowymi) według prawa miejsca prowadzenia rachunku nabywcy (wyznacznikiem jest relacja między ostatecznym inwestorem a instytucją pośredniczącą). W tym przypadku jednak nadal brakuje kryteriów ustalania, kto — wobec wielu zapisów na rachunkach papierów wartościowych — jest inwestorem ostatecznym.

7. Zakończenie

Problematyka prawa właściwego dla praw z akcji zapisanych na rachunku papierów wartościowych nadal stanowi przedmiot debaty. Chociaż art. 44 p.p.m. pozostaje w zgodzie z dominującą w uregulowaniach unijnych zasadą PRIMA, zarówno łącznik zawarty w polskim p.p.m., jak i koncepcja PRIMA nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o pra-

⁸² Punktem odniesienia dla prac nad dalszą harmonizacją przepisów UE zapewne nadal będą amerykańskie przepisy odnoszące się do przenoszenia papierów wartościowych. W świetle art. 8 *Uniform Commercial Code* (UCC), *situs* praw do papierów wartościowych lokowany jest w miejscu lokalizacji rachunku papierów wartościowych, który stanowi podstawę do uzyskania *security entitlement* (prawo do papieru wartościowego, uprawnienie z papieru wartościowego). Pośrednik ma ustawowy obowiązek zapewnienia, że uprawniony (*entitlement holder*) może skutecznie wykonać przez prowadzącego rachunek papierów wartościowych wszystkie prawa majątkowe i korporacyjne, ucieleśnione w danym papierze wartościowym, bez potrzeby dochodzenia tych praw wobec jakichkolwiek innych osób (zob. szerzej A.W. Kawecki: *Z problematyki...*, s. 838—839).

⁸³ Zob. tzw. problem *page 37*, który wziął swoją nazwę od strony 37 *Bernasconi Report*, gdzie po raz pierwszy został zauważony.

⁸⁴ Zob. R. Ege: *Das Kollisionsrecht...*, s. 187—188.

wo właściwe dla praw z zapisu na rachunku. Jednocześnie ustawodawca w art. 44 p.p.m. wykluczył wybór prawa przez strony umowy o prowadzenie rachunku. Natomiast prawo wybrane na podstawie art. 4 konwencji haskiej wpływa zarówno na przeniesienie akcji zdematerializowanych, jak również na treść i realizację praw rzeczowych na tych akcjach. Przewidziana przez konwencję (ograniczona) możliwość dokonania wyboru prawa ma służyć pewności prawa w relacji między posiadaczem rachunku (inwestorem) a właściwą instytucją pośredniczącą i tym samym umożliwiać jasne określenie prawa właściwego w licznych dokonywanych na rachunkach papierów wartościowych zapisach związanych z przeniesieniem akcji. Słuszne jednak wydają się zastrzeżenia wskazujące, że rozwiązanie przyjęte w konwencji utrudnia, a czasami, w warunkach obrotu masowego, *de facto* uniemożliwia ustalenie prawa właściwego z punktu widzenia osób trzecich, w tym także ustalenie takiego prawa np. z perspektywy potencjalnego inwestora.

Dalsza harmonizacja przepisów ustawodawstw krajowych z pewnością doprowadzi do zmniejszenia rozdźwięku między stosowaną dotychczas w przepisach unijnych zasadą PRIMA a rozwiązaniami przyjętymi w konwencji haskiej, generującymi trudność w jej pogodzeniu z porządkami prawnymi państw Unii Europejskiej⁸⁵. Być może przyczyni się nawet do wprowadzenia pełnej swobody wyboru prawa na wzór amerykańskiego *Uniform Commercial Code*.

⁸⁵ Zob. S. Saager: *Effektengiroverkehr und Internationales Privatrecht*. Berlin 2007, s. 221—231.