

Mirosław Pawełczyk

Charakter prawny umowy o subemisję

Dokonanie oceny charakteru prawnego umowy o subemisję nie jest łatwe, wynika bowiem, po pierwsze, z tego że doktryna nie wypracowała jednolitego poglądu w tym przedmiocie. Co więcej, istniejące poglądy i zapatrywania charakteryzują się dużym stopniem zróżnicowania. Po drugie, sam ustawodawca pokusił się jedynie o fragmentaryczne zdefiniowanie poszczególnych składników umowy o subemisję. Po trzecie, istniejąca regulacja prawna normuje wyłącznie część zagadnień związanych z procesami gwarantowania dojścia do skutku prowadzonej emisji papierów wartościowych, dla której pierwowzorem jest instytucja *underwriting'u*, obejmująca swym zakresem znacznie szerszą płaszczyznę działań dokonywanych na rynku kapitałowym¹.

Przystępując do charakterystyki prawnej umowy o subemisję w pierwszej kolejności należy rozpatrzyć problem, czy umowa o subemisję w obu swych postaciach jest umową nazwaną czy umową nienazwaną (*contractus innominatus*)². Z uwagi na to, że prawo o publicznym obrocie papierami

¹ Szerzej w przedmiocie instytucji subemisji (jak i jej pierwowzoru – *underwriting'u*) w publicznym obrocie papierami wartościowymi zob. m.in. M. P a w e ł c z y k, *Wybrane zagadnienia subemisji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Prawo Spółek 2000, nr 5; M. P a w e ł c z y k, *Ograniczenie ryzyka zamknięcia emisji akcji w spółce publicznej*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 2; M. P a w e ł c z y k, *Cywilnoprawna odpowiedzialność subemitenta na gruncie Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Monitor Prawniczy 2002, nr 20.

² Szerzej w przedmiocie umów nienazwanych zob. B. G a w l i k, *Pojęcie umowy nienazwanej*, Studia Cywilistyczne Warszawa 1972, t. XVIII, s. 5 i nast.; J. R a j s k i, *Prawo*

wartościowymi³ nie ukształtowało wszystkich *essentialiae negotium* umowy, wstępnie pokusić się możemy o wyrażenie poglądu o nienazwanym charakterze umowy o subemisję. Uzasadnia taki pogląd stanowisko J. Rajskiego⁴, podnoszącego, że umową nazwaną jest typ kontraktu wyraźnie uregulowany w przepisach prawa, spełniający dwie przesłanki: po pierwsze, wskazana została wyraźnie nazwa umowy (jak ma to miejsce w przypadku np. umowy sprzedaży, pożyczki) i po drugie, określone zostały jej istotne elementy.

Prawo o publicznym obrocie wyraźnie definiuje następujące elementy umowy o subemisję:

1) zakres podmiotowy umowy o subemisję inwestycyjną oraz usługową, stanowiąc, że jest to umowa zawierana wyłącznie pomiędzy emitentem lub wprowadzającym a subemitentem inwestycyjnym lub usługowym, jednocześnie wyraźnie definiując pojęcie emitenta⁵, wprowadzającego⁶ oraz dookreślając krąg podmiotów posiadających zdolność subemisyjną⁷;

2) przedmiot zobowiązania wyłącznie jednej ze stron, tj. subemitenta, którym w przypadku umowy o subemisję inwestycyjną jest zobowiązanie subemitenta inwestycyjnego do nabycia na własny rachunek całości lub

o kontraktach w obrocie gospodarczym, Warszawa 1994, s. 25; T. Zieliński, „Umowy nienazwane” w grupowym systemie pracy, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 1988, nr 10-12, s. 73; W. Czachórski, A. Brzozowski, M. Safjan, E. Skowrońska-Bocian, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 1999, s. 134.

³ Dz.U. z 1997 r. Nr 119, poz. 754 ze zm., określane dalej jako prawo o publicznym obrocie.

⁴ Zob. J. Rajski, jw., Warszawa 1994, s. 25.

⁵ Emitentem jest podmiot wystawiający albo emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu (art. 4 pkt 4 prawa o publicznym obrocie).

⁶ Wprowadzającym papiery wartościowe do publicznego obrotu jest podmiot będący właścicielem emitowanych w serii papierów wartościowych, występujący do KPWiG z wnioskiem o wyrażenie zgody na ich wprowadzenie do publicznego obrotu (art. 4 pkt 5 prawa o publicznym obrocie).

⁷ Subemitentem inwestycyjnym mogą być wyłącznie następujące podmioty: dom maklerski, towarzystwo funduszy powierniczych działające na rachunek uczestników funduszu, fundusz inwestycyjny, bank, zakład ubezpieczeń, zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w krajach należących do OECD lub konsorcjum tych podmiotów. Natomiast subemitentem usługowym mogą być wyłącznie następujące podmioty: dom maklerski, bank, zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w krajach należących do OECD lub konsorcjum tych podmiotów (art. 76 ust. 2 oraz 77 ust. 5 prawa o publicznym obrocie).

części papierów wartościowych oferowanych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania. Natomiast w przypadku umowy o subemisję usługową, przedmiotem zobowiązania subemitenta usługowego jest nabycie przez subemitenta usługowego na własny rachunek całości lub części papierów wartościowych danej emisji, w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej;

3) obowiązki emitenta lub wprowadzającego o charakterze informacyjnym (art. 76 ust. 1 zd. 3 oraz art. 77 ust. 1 zd. 3 prawa o publicznym obrocie);

4) obowiązki stron umowy o charakterze organizacyjnym (art. 77 ust. 1 zd. 2 prawa o publicznym obrocie⁸);

5) zobowiązanie stron umowy o subemisję usługową do zawarcia postanowienia, że umowy o subemisję usługowe zawarte przez emitenta powinny zapewniać możliwość zbywania przez subemitenta usługowego przysługującego mu prawa do objęcia papierów wartościowych. Natomiast umowy o subemisję usługowe zawarte przez wprowadzającego powinny zapewniać możliwość zbywania przez subemitenta usługowego papierów wartościowych nabytych od wprowadzającego, a także prawa do ich nabycia (art. 77 ust. 2 zd. 1 oraz ust. 3 zd. 1 prawa o publicznym obrocie).

Jak widać, regulacja umowy o subemisję w prawie o publicznym obrocie „nieomal” spełnia przesłanki uznania umowy o subemisję za umowę nazwaną. Zauważyć trzeba, że w przedstawionym powyżej taksatywnym wyliczeniu normatywnych składników umowy o subemisję, zdefiniowanych w prawie o publicznym obrocie, nie ma postanowień o zasadniczym zobowiązaniu emitenta lub wprowadzającego, jakim jest zapłata wynagrodzenia. Zatem literalnie traktując postanowienia prawa o publicznym obrocie, w przypadku umowy o subemisję, mamy do czynienia z fragmentaryczną ustawową regulacją kontraktu nienazwanego⁹. Praktyka wskazuje

⁸ Zgodnie z art. 77 ust. 1 zd. 2 prawa o publicznym obrocie, zbywanie papierów wartościowych w wykonaniu umowy o subemisję usługową następuje za pośrednictwem domu maklerskiego lub banku prowadzącego działalność maklerską, na zasadach i w terminie określonych w prospekcie.

⁹ Czyli zdaniem M. Romanowskiego „potwierdza to tezę, iż reżim prawny niektórych umów nienazwanych może być określony częściowo (fragmentarycznie) przez szczególne przepisy prawa cywilnego. Przemawia za tym konstrukcja definicji ustawowej subemisji

jednak, że są to umowy mające zdecydowanie charakter odpłatny i tak też należy przyjąć. Jak twierdzi R. Czerniawski, nie ulega wątpliwości, że w pierwszym i w drugim przypadku, tj. w przypadku subemisji inwestycyjnej i usługowej chodzi o uzyskanie dochodu. Domy maklerskie czy banki nie są przecież instytucjami charytatywnymi¹⁰. Jego zdaniem, umowy w przedmiocie *underwriting'u* są to oczywiście umowy odpłatne¹¹. Podobnie uważa M. Romanowski, twierdząc stanowczo, iż umowa o subemisję inwestycyjną jest odpłatna, ponieważ jej elementem przedmiotowo istotnym jest przysługujące subemitentowi inwestycyjnemu prawo do wynagrodzenia¹². Trudno w tym miejscu przyjąć argumentację R. Jurgi i M. Michalskiego, że intencją ustawodawcy było ukształtowanie tej umowy jako umowy nienazwanej, aby w żaden sposób nie ograniczać stron odnośnie do treści wiążącego ich stosunku zobowiązaniowego¹³. Autorzy ci, pomimo stwierdzenia, że z reguły umowy o subemisję są umowami odpłatnymi, dopuszczają jednak możliwość nadania umowie o subemisję inwestycyjną (uznać należy, że powyższą uwagę odnieść również można do umowy o subemisję usługową) charakteru umowy nieodpłatnej¹⁴. Zdaniem G. Domańskiego, prawo o publicznym obrocie nie określa *essentialia negotii* umowy o subemisję, a ustawodawca nie miał na celu definiowania umowy subemisji jako umowy nazwanej. Wynika to głównie z braku bogatej praktyki zawierania takich umów na polskim rynku kapitałowym¹⁵.

Określenie umowy o subemisję jako umowy o nazwanym bądź nienazwanym charakterze zależne jest od ustalenia, czy ma ona charakter od-

inwestycyjnej, która określa wyłącznie przedmiot zobowiązania jednej ze stron umowy, tj. subemitenta"; M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 392.

¹⁰ R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2000, s. 234.

¹¹ Tak R. Czerniawski, *iw.*, s. 494.

¹² Tak M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, *iw.*, s. 392.

¹³ L. Sobolewski, A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 746 i nast. Autorzy ci również potwierdzają brak określenia w prawie o publicznym obrocie wszystkich elementów istotnych umowy o subemisję.

¹⁴ Zob. R. Jurga, M. Michalski, *iw.*, s. 746 i nast.

¹⁵ G. Domański, *Umowa o subemisję inwestycyjną w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PUG 1998, nr 4, s. 3.

płatny, czyli w konsekwencji ustalenia, czy element zapłaty wynagrodzenia wynika z przepisów obowiązującego prawa. Niewątpliwie prawo o publicznym obrocie nie zawiera postanowień normujących kwestię wynagrodzenia, jednakże zawierają je przepisy szczególne. Wskazać tu należy przede wszystkim na rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 października 2001 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu¹⁶, zgodnie z którym w rozdziale „Dane o emisji” obligatoryjnie zamieszcza się m.in. łączne określenie kosztów, jakie zostały zaliczone do szacunkowych kosztów emisji, według wzoru zawartego w załączniku nr 3 do rozporządzenia, ze wskazaniem wysokości kosztów według ich tytułów, w podziale przynajmniej na koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty oraz koszty wynagrodzenia subemitentów, oddzielnie dla każdego z nich. Ponadto zgodnie z § 12 ust. 1 pkt 9 rozporządzenia w rozdziale prospektu „Dane o emisji” obligatoryjnie zamieszcza się „wskazanie stron umów o subemisję usługową lub inwestycyjną oraz istotnych postanowień tych umów, z przedstawieniem informacji według wzoru zawartego w załączniku nr 5 do rozporządzenia, w przypadku, gdy emitent zawarł takie umowy”. Stosownie zatem do treści załącznika nr 5, określającego warunki umowy o subemisję, umowa taka powinna zawierać następujące elementy: dane subemitenta (oznaczenie adresu i siedziby) wraz ze wskazaniem jego kapitału własnego, wskazanie ilości papierów wartościowych obejmowanych w wyniku realizacji umowy subemisyjnej oraz wskazanie ich wartości liczonych jako iloczyn liczby i ceny emisyjnej, wysokość opłaty stałej dla subemitenta z wyodrębnieniem wartości i procentowego udziału tej opłaty w wartości papierów wartościowych, których dotyczy umowa, wysokość prowizji dla subemitenta i określenie faktycznego kosztu nabycia jednego papieru wartościowego przez subemitenta. Ponadto, zgodnie z załącznikiem nr 1, określającym cenę emisyjną (sprzedaży) i wartość emisji (sprzedaży), w formie tabelki powinny być zawarte informacje określające cenę emisyjną papierów wartościowych, określenie kosztów emisji, z uwzględnieniem prowizji subemitenta oraz wskazanie rzeczywistych wpływów z emisji emitenta lub wprowadzającego.

¹⁶ Dz.U. z 2001 r. Nr 139, poz. 1568.

Szczegółowo przytaczając postanowienia rozporządzenia o prospekcie, wskazać należy, że ustawodawca w rozporządzeniu przyjął jednoznacznie, iż elementem istotnym umowy o subemisję jest zapłata wynagrodzenia. Tym samym uzasadnione jest przyjęcie tezy, iż umowa o subemisję jest umową odpłatną. Konsekwencją tego jest przyznanie jej statusu pozako-deksowej umowy nazwanej, albowiem wszystkie jej *essentialia negotii* są wyraźnie określone w przepisach prawa, czyli zdefiniowana jest jej nazwa, jak również wskazany zarówno przedmiot zobowiązania subemitenta, jak i emitenta (lub wprowadzającego). Warto w tym miejscu wskazać art. 3 ust. 1 pkt 13 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości¹⁷, stanowiący, że do wartości niematerialnych i prawnych zalicza się również koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzeniu spółki akcyjnej, w tym m.in. wynagrodzenie dla subemitentów inwestycyjnych i usługowych w przypadku spółek publicznych¹⁸.

W tym miejscu należałoby przytoczyć stanowisko A. Kleina¹⁹, rozróżniające stosunki zobowiązaniowe formalnie i merytorycznie odpłatne oraz darne. W przypadku kryterium formalnego, przy badaniu odpłatności lub nieodpłatności, należy badać, czy zgodnie z danym stosunkiem zobowiązaniowym, zwłaszcza ze względu na jego treść, dobro czy usługa mają lub nie mają stanowić odpłaty za inne dobro lub usługę. Natomiast w przypadku kryterium merytorycznego, przy kwalifikowaniu zobowiązania na odpłatne lub darne należy poszukiwać w ogóle poza stosunkiem prawnym. Ponadto, zdaniem A. Kleina, merytoryczną odpłatność czy darność trzeba oceniać również z uwagi na subiektywne kryterium woli stron danego stosunku zobowiązaniowego. Poglądy A. Kleina uzasadniają przyjęcie odpłatnego charakteru umowy o subemisję, w szczególności mając na względzie kryterium merytoryczne odpłatności stosunku obligacyjnego.

Powszechnie uznana i usankcjonowana w art. 353¹ k.c. zasada swobody zawierania kontraktów nie ogranicza stron w kształtowaniu treści umowy

¹⁷ Dz.U. z 1994 r. Nr 121, poz. 591 ze zm.

¹⁸ Przez wartości niematerialne i prawne w świetle powołanego przepisu rozumie się nabyte przez jednostkę prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania; zob. również art. 2 ustawy z dnia 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości, odwołujący się do wynagrodzenia subemitenta, Dz.U. z 2000 r. Nr 113, poz. 1186.

¹⁹ Zob. A. Klein, *Elementy zobowiązaniowego stosunku prawnego*, Wrocław 1970, s. 141 i nast.

według własnego uznania, czyli literalnie dopuszcza możliwość zawarcia umowy o subemisję o nieodpłatnym charakterze. Doprowadziłoby to jednakże do sytuacji, że umowa taka nie byłaby *stricte* umową o subemisję, o której mowa w prawie o publicznym obrocie, bowiem nie zawierałaby wszystkich jej istotnych elementów, w tym określenia wynagrodzenia. Tym samym podmioty zawierające umowy o subemisję bez elementu odpłatności, nie podlegałyby określonym obowiązkom (np. informacyjnym), charakterystycznym dla ustawowych postaci subemisji. Takie założenie wydaje się być zbyt daleko idącym, dlatego też można pokusić się o stwierdzenie, że zawarcie takiej umowy sprzeciwiałoby się właściwości (naturze) tego typu umowy. Jednakże należy zaznaczyć, że stanowisko to znajduje uzasadnienie wyłącznie na płaszczyźnie obowiązującego prawa o publicznym obrocie, a w szczególności na gruncie wspomnianych powyżej postanowień rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 16 października 2001 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu, posługujący się pojęciem wynagrodzenia subemitenta jako obligatoryjnego elementu prospektu emisyjnego.

W literaturze można było spotkać się z poglądem, że umowa o subemisję jest umową nazwaną. Stanowisko takie wyraża A. Mach²⁰, ograniczająca się do lakonicznego stwierdzenia, że umowa o subemisję usługową to nowy typ umowy nazwanej. W podobnym tonie wypowiada się M. Rożnowska, podnosząca, iż „uregulowanie w akcie prawnym umowy, która funkcjonowała dotąd w praktyce obrotu jako umowa nienazwana i nadanie jej nazwy świadczy bowiem, jak się wydaje, iż zamiarem ustawodawcy była zmiana statusu prawnego tej umowy”²¹. Autorka uzasadniała swój pogląd m.in. brakiem odpowiedniego zakazu w prawie o publicznym obrocie oraz zasadą swobody zawierania kontraktów. Uznać należy, iż powyższa argumentacja nie zasługuje na uznanie, albowiem wyłącznie zdefiniowanie danej umowy oraz częściowe ustawowe wskazanie jej elementów istotnych nie uzasadnia wygłoszenia poglądu o uznaniu danego kontraktu za umowę nazwaną, zważywszy na uznany dorobek i stanowisko doktryny w tej kwestii²². Ponadto trudno przyjąć na potwierdzenie tej tezy argument,

²⁰ Zob. A. Mach, *Wprowadzenie spółki akcyjnej na giełdę*, Kraków 1998, s. 157.

²¹ Zob. M. Rożnowska, *Sposoby ograniczenia ryzyka niedojścia do skutku emisji nowych akcji*, PUG 2000, nr 2, s. 18.

²² Por. zwłaszcza podniesione powyżej stanowisko J. Rajskiego czy W. Czachórskiego.

że posługiwanie się w kodeksie spółek handlowych²³ terminem „subemittent” potwierdza wolę ustawodawcy o przyznaniu przedmiotowej umowie statusu umowy nazwanej²⁴.

Z uwagi na przyjęcie stanowiska, że umowa o subemisję jest pozako-deksową umową nazwaną, nie sposób określić takiej umowy mianem umowy mieszanej jako pośredniej formy pomiędzy umowami nazwanymi i nienazwanymi²⁵.

Przyjęcie przez autora tezy o odpłatnym charakterze umowy o subemisję uprawnia go do uznania przedmiotowej umowy za umowę dwustronnie zobowiązującą, co wiąże się obowiązkiem świadczenia obu stron, bowiem każda ze stron jest dłużnikiem i wierzycielem drugiej. Co więcej, taka umowa stanowi postać umowy wzajemnej, zawiera bowiem elementy ekwiwalentności świadczeń. Zgodnie z art. 487 § 2 k.c., umowa jest wzajemna, gdy obie strony zobowiązują się w taki sposób, że świadczenie jednej z nich ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej. Niewątpliwie przejęcie ryzyka emisji przez subemittenta (jak również aktywna postawa subemittenta usługowego w trakcie dystrybucji papierów wartościowych), niezależnie od postaci subemisji, znajduje swój ekwiwalent w wynagrodzeniu, jakie emitent lub wprowadzający jest zobowiązany uiścić na jego rzecz. Miernikiem uznania ekwiwalentności świadczeń stron umowy o subemisję jest niewątpliwie rynek papierów wartościowych, na który ostatecznie trafiają papiery wartościowe, stanowiące przedmiot umowy o subemisję.

Umowa o subemisję inwestycyjną oraz usługową jest umową konsensualną, bowiem konstytutywną przesłanką wywoływania określonych skutków prawnych jest złożenie odpowiednich oświadczeń woli.

Umowa o subemisję jest umową kausalną (przyczynową – *causa acquirendi vel obligandi*). Celem przysporzenia dokonywanego na rzecz jednej ze stron umowy jest uzyskanie korzyści przez przysparzającego. Emitent lub wprowadzający zobowiązuje się do zapłaty wynagrodzenia subemittentowi za nabycie na własny rachunek całości lub części papierów wartościowych.

²³ Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 ze zm., określanej dalej jako k.s.h.

²⁴ Zob. M. R o Ź n o w s k a, *Sposoby ograniczenia ryzyka niedojścia emisji nowych akcji do skutku*, Kraków 2000, s. 81.

²⁵ Por. J. R a j s k i, jw., s. 27; B. G a w l i k, *Umowy mieszane – konstrukcja i ocena prawna*, Paestra 1974, nr 5. Koncepcję umowy mieszanej z dominującym elementem umowy sprzedaży postuluje R. J u r g a i M. M i c h a l s k i, jw., s. 753.

wych, oferowanych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania – w przypadku subemisji inwestycyjnej albo nabycie na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym bądź w pierwszej ofercie publicznej – w przypadku subemisji usługowej.

Z uwagi na fakt, że umowa o subemisję powstaje co do zasady w wyniku swobodnych negocjacji, przyjąć należy, iż zalicza się ona do grupy umów swobodnie negocjowanych²⁶.

Do chwili unormowania instytucji subemisji w prawie o publicznym obrocie, umowy noszące znamiona *underwriting'u*, z reguły określano mianem umów gwarantowania emisji. Warto się w tym miejscu zastanowić, w jakim stopniu subemisja nosi znamiona gwarancji, w tym zwłaszcza gwarancji bankowej, zważywszy na fakt, że szereg umów zawieranych na polskim rynku kapitałowym, wzorowanych na konstrukcji *underwriting'u*, korzysta z określenia „gwarancja”²⁷ (w szczególności uwzględniając charakter przedmiotu zobowiązania subemitenta, nacechowanego niejako „przejęciem odpowiedzialności” za subskrybentów)²⁸. Uwzględniając diametralnie odmienny charakter przedmiotu zobowiązania umowy gwarancji

²⁶ Zob. J. R a j s k i, jw., s. 34. Autor dokonuje wyodrębnienia umów na: umowy swobodnie negocjowane i umowy adhezyjne.

²⁷ W obrocie występuje wiele typów gwarancji, jak np. wspomniane gwarancje bankowe, gwarancje celne, gwarancje turystyczne, gwarancje kontraktowe (przetargowe, właściwego wykonania kontraktu, zwrotu zaliczki), gwarancje konosamentowe, gwarancje za armatora, zabezpieczające refundację szkód wyrządzonych przez statek w czasie rejsu, gwarancje za linie lotnicze lub armatora statku, zabezpieczające zapłatę opłat za korzystanie z portów lotniczych lub morskich itd. Można również wyróżnić, przyjmując treść jako kryterium gwarancji treści: gwarancje bezwarunkowe i warunkowe oraz gwarancje nieodwołalne i odwołalne; szerzej w przedmiocie gwarancji zob. m.in.: R. T r o i c k a - S o s i ń s k a, *Gwarancja bankowa*, Monitor Prawniczy 1999, nr 8, dodatek Biuletyn Bankowy; I. C i e p i e l a, *Gwarancja bankowa*, Monitor Prawniczy 1999, nr 5, dodatek Biuletyn Bankowy; G. T r a c z, *Gwarancja bankowa zobowiązanie kauzalne czy abstrakcyjne?*, Prawo Bankowe 1994, nr 2; P. O ł h a k, *Gwarancja bankowa a gwarancja ubezpieczeniowa*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 1996, nr 4-6; Orzecznictwo SN: *Gwarancja bankowa*, Monitor Prawniczy 1995, nr 12, s. 368; G. T r a c z, *Umowa gwarancji ze szczególnym uwzględnieniem gwarancji bankowej*, Kraków 1998.

²⁸ Pojęcie gwarancji bankowej jest wyraźnie zdefiniowane w art. 81 prawa bankowego, zgodnie z którym gwarancją bankową jest jednostronne zobowiązanie banku-gwaranta, że

bankowej, trudno przyjąć wspólną płaszczyznę oddziaływania normatywnego prawa o publicznym obrocie oraz prawa bankowego, z wyjątkiem potocznej zbieżności określenia „gwarantowanie emisji”. Jak słusznie podnosił już w 1995 r. A.W. Wiśniewski²⁹, nie można uznać, że przejście przez *underwritera* części ryzyka emisji nie uzasadnia posługiwanie się terminem „gwarancja emisji”. Używanie tego terminu może prowadzić do nieporozumień. Podobnie konstatuje M. Romanowski, zwracając jednocześnie uwagę, że wszelkie zakazy związane z udzielaniem gwarancji, dotyczące podmiotów posiadających zdolność subemisyjną (w tym np. banków), nie mają wpływu na zdolność do zawierania umów subemisyjnych³⁰. Z podobnych względów trudno również wykazać podobieństwo subemisji do umowy poręczenia. Przemawiają za tym przede wszystkim takie czynniki, jak m.in. zakres odpowiedzialności poręczyciela, zależny od zakresu zobowiązania dłużnika głównego czy solidarny charakter zobowiązania poręczyciela³¹.

W doktrynie istnieje spór co do charakteru zobowiązania subemisyjnego, a w szczególności o to, w jakim stopniu umowa o subemisję inwestycyjną nosi znamiona kontraktu opcyjnego. Przez kontrakt opcyjny rozumie się umowę, w której jedna ze stron (wystawca opcji) zobowiązuje się, na żądanie drugiej strony (nabywcy opcji), do kupna lub sprzedaży w określonym momencie w przyszłości oznaczonej liczby papierów wartościowych po ustalonej z góry cenie (albo dokonania rozliczenia pieniężnego z tytułu różnicy pomiędzy tzw. ceną wykonania opcji a rynkową ceną instrumentu pierwotnego z dnia wykonania opcji), a druga strona (nabywca

po spełnieniu przez podmiot uprawniony (beneficjenta gwarancji) określonych warunków zapłaty, które mogą być stwierdzone określonymi w tym zapewnieniu dokumentami, jakie beneficjent załączy do sporządzonego we wskazanej formie żądania zapłaty, bank ten wykona świadczenie pieniężne na rzecz beneficjenta gwarancji bezpośrednio albo za pośrednictwem innego banku.

²⁹ Zob. A.W. Wiśniewski, *Wybrane problemy tak zwanej gwarancji emisji*, Glosa 1995, nr 12, s. 3.

³⁰ Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, jw., s. 400.

³¹ Zgodnie z art. 876 § 1 k.c., przez umowę poręczenia poręczyciel zobowiązuje się względem wierzyciela wykonać zobowiązanie na wypadek, gdyby dłużnik zobowiązania nie wykonał. W przedmiocie poręczenia zob. m.in. A. Szpunar, *Poręczenie w nowym prawie bankowym*, Rejent 1998, nr 6; tegoż, *Poręczenie za dług przyszły*, PPH 1996, nr 11; M. Bączyk, *Poręczenie w świetle przepisów prawa bankowego z 1997 r.*, Prawo Bankowe 1998, nr 2; A. Janiak, *Poręczenie jako forma zabezpieczenia kredytów bankowych w gospodarce uspołecznionej*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 1981, nr 7-9.

opcji), zobowiązuje się do zapłaty wynagrodzenia, czyli premii opcji³². Prawo o publicznym obrocie w art. 3 ust. 3 zakwalifikowało opcję do kategorii prawa pochodnego, czyli instrumentu finansowego, przyznającego prawo do zakupu (*call options*) lub sprzedaży (*put options*) określonego papieru wartościowego (tzw. instrumentu pierwotnego) po ustalonej z góry cenie i w określonym momencie. Ich podstawową cechą jest zbywalność, albowiem mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Podstawowe funkcje opcji sprowadzają się do aspektu gwarancyjnego, bowiem zabezpieczają przed wahaniami cen podstawowego papieru wartościowego oraz aspektu spekulacyjnego, umożliwiając osiągnięcie zysków na różnicach cen instrumentu podstawowego.

Zdaniem G. Domańskiego, w przypadku umowy o subemisję inwestycyjną wykorzystuje się konstrukcję kontraktu opcyjnego, polegającą na złożeniu emitentowi przez subemitenta nieodwołalnej oferty objęcia oznaczonej liczby papierów, którą emitent ma prawo przyjąć w oznaczonym terminie (*call option*). Przyjęcie oferty oznacza zawarcie umowy objęcia akcji. Mamy wówczas do czynienia z wykonywaniem prawa kształtującego przez emitenta, które jest niezależne od wyników subskrypcji, jednakże, jak dalej wywodzi G. Domański „ze względów finansowych emitent wykorzystuje opcję tylko w razie niemożliwości zamknięcia emisji w inny sposób”³³. Również R. Jurga oraz M. Michalski dopatrują się powstania po stronie emitenta prawa kształtującego, wynikającego z umowy o subemisję, dzięki czemu może on przyjąć ofertę objęcia papierów wartościowych złożoną przez subemitenta³⁴.

³² Por. M. Romanowski, jw., s. 94. Spotkać można się m.in. z poglądem, iż kontrakt opcyjny należy kwalifikować jako umowę losową, najbardziej zbliżoną do umowy zakładu, przedwstępnej umowy sprzedaży, umowy sprzedaży zawartej pod warunkiem zawieszającym, umowy sprzedaży z prawem odstąpienia lub też oferty o charakterze ciągłym; zob. M. Romanowski, jw., s. 95 i nast.; A. Chłopecki, jw.; R. Czerniawski, jw., s. 35 i nast.; L. Sobolewski, *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych*, PUG 1998, nr 1; K. Kaczanowski, G. Wiaderek, *Przenoszenie praw z opcji*, Głosa 1997, nr 3.

³³ Tak G. Domański, *Umowa o subemisję inwestycyjną w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PUG 1998, nr 4, s. 3.

³⁴ Zob. R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 748.

Wydaje się, że uznanie uprawnienia emitenta za prawo kształtujące koliduje z założeniami wykładni literalnej art. 4 pkt 10 prawa o publicznym obrocie, w którym jest wyłącznie mowa o tym, iż przedmiotem zobowiązania subemitenta jest nabycie papierów wartościowych w określonym przypadku, natomiast nie ma w tym przepisie postanowień przyznających jakiegokolwiek uprawnienia emitentowi lub wprowadzającemu. Zgodnie z art. 353 k.c., czyli przepisem określającym istotę zobowiązań, wierzyciel (emitent lub wprowadzający) może żądać od dłużnika (subemitenta) spełnienia określonego w umowie świadczenia (nabycia papierów wartościowych). Natomiast, jak przyjmuje się w doktrynie prawa cywilnego, w przypadku praw podmiotowych jest wyłącznie mowa o uprawnionym, który **może przez swe własne działanie bez udziału drugiej strony doprowadzić do powstania, zmiany lub ustania stosunku prawnego**³⁵, nie ma zaś mowy o dłużniku czy wierzycielu z danego prawa. Zatem nie stanowi przedmiotu umowy subemisyjnej jakiegokolwiek prawo podmiotowe, przysługujące emitentowi.

Trudno również pogodzić się z poglądem, że powstanie zobowiązania subemitenta inwestycyjnego jest niezależne od wyników subskrypcji³⁶. Istotą bowiem umowy o subemisję inwestycyjną jest zabezpieczenie dojścia do skutku emisji akcji poprzez zobowiązanie subemitenta inwestycyjnego do nabycia papierów wartościowych, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania. Co prawda zobowiązanie subemitenta inwestycyjnego dotyczy wyłącznie tych papierów wartościowych, które są przedmiotem umowy o subemisję, i nie stanowi przedmiotu zobowiązania subemitenta do nabycia papierów wartościowych, o których nie ma mowy w umowie o subemisję. Doprowadziłoby to bowiem do sytuacji wykreowania nowej nienazwanej umowy, odmiennej od umowy o subemisję inwestycyjną. Jednakże sformułowanie art. 4 pkt 10 prawa o publicznym obrocie (definiujące umowę o subemisję inwestycyjną), „na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania”, wyraźnie odnosi się do całego procesu sub-

³⁵ Zob. A. Wolter, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1996, s. 126.

³⁶ Tak G. Domański, jw., s. 3. Podkreślić należy wszakże, że G. Domański posługuje się sformulowaniem, że **wykonanie prawa kształtującego przez emitenta nie zależy od wyników subskrypcji**. Tożsamą tezę wysunęli R. Jurga i M. Michalski; zob. R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 748.

skrypcji. Zatem pokusić się można o stwierdzenie, że wyniki subskrypcji pozostają w ścisłym związku z zobowiązaniem subemitenta.

Podobieństwa umowy o subemisję inwestycyjną do kontraktu opcyjnego dopatruje się również M. Romanowski, jednocześnie podkreślając, że umowa o subemisję nie jest typowym kontraktem opcyjnym z uwagi na odmienny cel gospodarczy oraz charakter praw i obowiązków stron umowy. Emitent lub wprowadzający w zamian za zapłatę wynagrodzenia otrzymuje *sui generis* opcję sprzedaży (*put option*), co daje im prawo wezwać subemitenta do nabycia papierów wartościowych według określonych w umowie warunków (dotyczących m.in. ceny i terminu). **Subemitent inwestycyjny występuje jako *sui generis* wystawca opcji typu *put*, gdyż jest zobowiązany nabyć od emitenta lub wprowadzającego dane papiery wartościowe w razie zgłoszenia stosownego żądania. Prowizja za gotowość pełni tu funkcję zbliżoną do premii opcji**³⁷. Podobne stanowisko zajmują R. Jurga i M. Michalski, podnosząc, że umowa o subemisję **powinna być kwalifikowana jako umowa opcji**³⁸, **na mocy której jedna ze stron nabywa prawo urzeczywistnienia innej oznaczonej umowy w następstwie złożonego przez nią jednostronnego oświadczenia woli**³⁹. Umowa ta tworzy po stronie emitenta lub wprowadzającego prawo kształtujące, dzięki czemu w określonym terminie mogą przyjąć oni ofertę subemitenta w przedmiocie objęcia papierów wartościowych⁴⁰.

Zobowiązanie subemitenta inwestycyjnego jedynie pozornie nosi znamiona charakterystyczne dla kontraktu opcyjnego, albowiem co do zasady emitent lub wprowadzający nabywa odpłatnie uprawnienie do wystawienia opcji sprzedaży i na tym aspekcie wszelkie podobieństwa kończą się. Kwalifikowanie umowy o subemisję inwestycyjną jako postać kontraktu opcyjnego koliduje bowiem z losowym charakteru prawnego kontraktu opcyjnego, który cechuje się uzależnieniem powstania obowiązku świad-

³⁷ Zob. M. Romanowski, jw., s. 393.

³⁸ Podkreślić wszakże należy, iż zakwalifikowanie umowy o subemisję do kategorii umowy opcji służyło autorom do wykazania odrębności umowy o subemisję od umowy przedwstępnej.

³⁹ Por. R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 748.

⁴⁰ R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 748. W takim przypadku, zdaniem autorów, wykonanie prawa kształtującego nie zależy od rezultatów subskrypcji.

czenia od przypadku, czyli zdarzenia niepewnego albo przynajmniej zależnego w pewnym stopniu od przypadku⁴¹.

W tym miejscu należy zastanowić się, w jakim stopniu umowa o subemisję inwestycyjną zawiera warunek, a w szczególności czy zobowiązanie subemitenta inwestycyjnego ma warunkowy charakter. Nauka prawa wyodrębnia warunki w rozumieniu art. 89 k.c. oraz tzw. warunki prawne (*condicio iuris*)⁴². W ujęciu art. 89-94 k.c. istotą warunku jest uzależnienie powstania lub ustania skutków czynności prawnej od określonego zdarzenia przyszłego i niepewnego. Warunki kodeksowe dzielimy na warunki zawieszające, uzależniające powstanie skutków czynności prawnych od nastąpienia określonego zdarzenia oraz warunki rozwiązujące, uzależniające ustanie skutków czynności prawnej (ważnej od chwili jej dokonania) od nastąpienia określonego zdarzenia, czyli ziszczenia się warunku. Natomiast warunki prawne (*condicionis iuris*) są ustanowionymi przez przepis prawa przesłankami ustawowymi ważności lub skuteczności czynności prawnej i dotyczą z reguły zezwolenia określonego organu na dokonanie określonej czynności.

Zdaniem G. Domańskiego, umowa o subemisję inwestycyjną **nie jest definitywną umową objęcia akcji, zawartą pod warunkiem zawieszającym (na wypadek nieobjęcia oznaczonej liczby oferowanych akcji przez subskrybentów)**⁴³. Odmienne twierdzą R. Jurga i M. Michalski, nie zauważając przeszkód w ukształtowaniu umowy o subemisję inwestycyjną jako umowy zawartej pod warunkiem zawieszającym oraz podkreślając, że konstrukcja umowy warunkowej powoduje, iż wykonanie umowy o subemisję zależy wówczas od wyników subskrypcji⁴⁴. R. Czerniawski, odnosząc umowę o subemisję inwestycyjną do umowy kontraktacji oraz umowy sprzedaży rzeczy (praw przyszyłych), konstatuje, że umowa taka zawierana

⁴¹ Przyjęcie takiej tezy jest możliwe wyłącznie dzięki uznaniu przez autora losowego charakteru kontraktu opcyjnego zasadnie postulowanego przez M. Romanowskiego; zob. M. Romanowski, jw., s. 104 i nast.

⁴² W przedmiocie problematyki warunku zob. m.in. A. Chłopecki, *Warunki w rozumieniu art. 89 k.c. a warunki prawne (condicionis iuris)*, PPH 2001, nr 7, s. 23 i nast.; zob. również Postanowienie z dnia 5 marca 1999 r. I CKN 1069/98, OSN 1999, nr 9; OSN z dnia 5 marca 1999 r. I CKN 1069/98, OSNIC 99, nr 9, poz. 160; OSN z dnia 29 maja 2000 r. CKN 256/00.

⁴³ Tak G. Domański, jw., s. 3.

⁴⁴ Zob. R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 748.

byłaby pod warunkiem zawieszającym, iż do emisji papierów wartościowych i ich oferty publicznej dojdzie, a po terminie przyjmowania zapisów pozostaną nie objęte papiery, które wówczas subemitent inwestycyjny będzie zobowiązany nabyć (w całości lub części)⁴⁵. A. Mach zauważa podobieństwo umowy o subemisję inwestycyjną do warunkowej umowy sprzedaży, jednakże autorka podkreśla różnice zachodzące pomiędzy tymi umowami, jak m.in. odmienne funkcje gospodarcze, bowiem umowa sprzedaży służy wymianie dóbr, natomiast umowa subemisji służy zabezpieczeniu przed ryzykiem wynikającym z emisji papierów wartościowych⁴⁶. Z kolei M. Rożnowska podnosi, że „źródłem zobowiązania subemitenta jest umowa sprzedaży zawarta pod warunkiem rozwiązującym”⁴⁷.

Za słuszny należy uznać pogląd negujący zasadność traktowania umowy o subemisję inwestycyjną jako definitywną umowę zawartą pod warunkiem zawieszającym. Warunkowy charakter może przybrać jedynie powstanie zobowiązania subemitenta inwestycyjnego, którego konieczność działania jest uzależniona od nieobjęcia papierów wartościowych przez subskrybentów. Przemawia za tym „pierwotny” obowiązek emitenta zapłaty wynagrodzenia „za gotowość”, który powstaje z chwilą zawarcia umowy o subemisję (w sytuacji oczywiście, gdy taka postać wynagrodzenia jest przewidziana w umowie o subemisję). Jednakże w przypadku, gdy wyina-

⁴⁵ Tak R. Czerniawski, jw., s. 229.

⁴⁶ Tak A. Mach, *Wprowadzenie spółki akcyjnej na giełdę*. Kraków 1998, s. 156.

⁴⁷ Zob. M. Rożnowska, jw., s. 84. Autorka stanowczo twierdzi, iż umowa o subemisję inwestycyjną nie jest umową objęcia akcji zawartą pod warunkiem zawieszającym na wypadek nieobjęcia przez subskrybentów oznaczonej liczby oferowanych przez emitenta akcji, objęcie akcji przez subemitenta następuje bowiem w inny sposób niż objęcie akcji przez subskrybentów, co nie wyklucza jednak nabycia akcji przez subemitenta w drodze złożenia przez niego zapisu na akcje nowej emisji. Pojęcie nabycia akcji jest bowiem, zdaniem autorki, pojęciem szerszym od pojęcia objęcia akcji, a w szczególności nabycie akcji może polegać na ich objęciu; tak też G. Domański, *Umowa o subemisję inwestycyjną w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PUG 1998, nr 4, s. 3 oraz A. Chłopecki, *Glosa do Postanowienia SN z dnia 8 września 1995 r.* PUG 1998 Nr 1, s. 16. Stanowisko swoje autorka argumentuje wykładnią literalną art. 3 pkt 10 prawa o publicznym obrocie, gdzie jest mowa o nabyciu przez subemitenta papierów wartościowych. Ze względu na to, że autorka za nazwane uznaje umowy subemisyjne skonstruowane jako warunkowe umowy sprzedaży, to wszystkie umowy pełniące podobne role, a oparte na konstrukcji opcji uznawane są przez autorkę za umowy nienazwane. Trzeba również zwrócić uwagę na tezę autorki o powiązaniu elementu wynagrodzenia z charakterem zobowiązania emitenta.

grodzenie jest określone w postaci upustu cenowego, obowiązek emitenta do zapłaty wynagrodzenia powstaje z chwilą dokonania wezwania subemitenta do objęcia akcji. Zatem jedynie w tym szczególnym przypadku mamy do czynienia z definitywną umową zawartą pod warunkiem zawieszającym. W konsekwencji znajdują tu zastosowanie reguły wynikające z art. 93 k.c., zgodnie z którymi, jeżeli strona, której zależy na nieziszczeniu się warunku, przeszkodzi w sposób sprzeczny z zasadami współzycia społecznego ziszczeniu się warunku, następują skutki takie, jakby warunek się ziścił. Natomiast jeśli strona, której zależy na ziszczeniu się warunku, doprowadzi w sposób sprzeczny z zasadami współzycia społecznego do ziszczenia się warunku, następują skutki takie, jak by warunek się nie ziścił.

W tym miejscu trzeba zauważyć, że przepisy szczególnie niejednociele traktują problem charakteru prawnego umowy o subemisję, o czym świadczy np. postępowanie się m.in. w załączniku nr 1 w pkt 28 oraz w załączniku nr 6/6 do rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 czerwca 2000 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości domów maklerskich i jednostek organizacyjnych banków, w ramach których prowadzona jest działalność maklerska⁴⁸ w części dotyczącej informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego, skonsolidowanego sprawozdania finansowego domu maklerskiego, sformułowaniem „zobowiązaniach warunkowych, w tym również udzielonych gwarancjach i poręczeniach, także umowach o subemisję”. Taka konstrukcja wskazanego przepisu nakazuje traktować umowę o subemisję jako umowę warunkową. Co więcej, brak rozróżnienia na obie postaci umów nakazuje traktować również umowę o subemisję usługową jako umowę warunkową, co niewątpliwie koliduje z istotą subemisji.

W praktyce pojawić się może problem właściwego odróżnienia umowy subemisji inwestycyjnej, cechującej się warunkowym charakterem zobowiązania subemitenta od umowy ubezpieczenia. Zgodnie z art. 805 k.c., przez umowę ubezpieczenia zakład ubezpieczeń zobowiązuje się spełnić określone świadczenie w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku, a ubezpieczający zobowiązuje się zapłacić składkę. Świadczenie zakładu ubezpieczeń polega w szczególności na zapłacie określonego odszkodowania za szkodę powstałą wskutek przewidzianego w umowie wypadku (przy ubezpieczeniu majątkowym) albo umówionej sumy pieniężnej, renty

⁴⁸ Dz.U. z 2000 r. Nr 52, poz. 624.

lub innego świadczenia w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku w życiu osoby ubezpieczonej (przy ubezpieczeniu osobowym). Jasne sprecyzowanie podstawowych założeń umowy ubezpieczenia w kodeksie cywilnym pozwala na postawienie tezy, że zobowiązanie subemitenta, mające charakter warunkowy, odbiega zasadniczo od zobowiązania ubezpieczyciela. Wynika to z różnic, jakie istnieją pomiędzy „warunkiem” a „wypadkiem”. Ziszczenie lub nieziszczenie się warunku przesądza o istnieniu lub nieistnieniu całego stosunku prawnego. Z kolei nastąpienie wypadku skutkuje koniecznością obowiązku świadczenia ubezpieczyciela, nie ma jednak wpływu na powstanie lub zmianę stosunku ubezpieczenia. Uwzględnąć również należy to, iż do powstania obowiązku świadczenia przez ubezpieczyciela niezbędne jest istnienie związku przyczynowego pomiędzy wypadkiem a powstałą w jego wyniku szkodą (o którym mowa w art. 361 k.c.). Ponadto istotą umowy ubezpieczenia jest naprawienie szkody, natomiast istotą działania subemitenta jest podejmowanie działań mających na celu zapobiegnięcie szkodzie, która może wynikać z niedojścia emisji do skutku. Warto w tym miejscu podnieść, że na amerykańskim rynku papierów wartościowych występuje szczególna odmiana *underwriting 'u*, tzw. *strict underwriting*, związana z ubezpieczeniem emitenta od strat związanych m.in. z niedojściem do skutku emisji⁴⁹. Zasada swobody kontraktowej pozwala na zawieranie takich umów na polskim rynku kapitałowym, jednakże nie będzie to normatywna postać umowy subemisyjnej, o której mowa w prawie o publicznym obrocie.

Podobne uzasadnienie posiada teza, że warunkowy charakter zobowiązania subemitenta inwestycyjnego nie predysponuje do wykazywania jakichkolwiek podobieństw umowy o subemisję z umowy gry⁵⁰ albo zakładu. Wynika to zarówno z odrębnych założeń tych postaci kontraktów, jak i odmiennego charakteru prawnego. Jak stwierdził Naczelny Sąd Administracyjny w Warszawie w wyroku z dnia 19 marca 1999 r.⁵¹, odwołując się do dorobku doktryny „przez grę rozumie się działanie w wykonaniu umowy,

⁴⁹ Por. m.in. R.W. Kaszubski, *Gwarancja zamknięcia emisji akcji*, Głosa 1995, nr 7, s. 6.

⁵⁰ Zob. J. Rajski, *Szczególne rodzaje sprzedaży premiowanej nagrodami a umowy gry*, PPH 1995, nr 1, s. 28; tegoż, *Sprzedaż z zastrzeżeniem losowania nagród a loteria fantowa*, PPH 1995, nr 6.

⁵¹ II SA 134/99, Lex, nr 38 224.

w której strony przyrzekają sobie oznaczoną korzyść majątkową (wygraną) w razie ziszczenia się w przyszłości jakiegoś co najmniej w pewnym stopniu zależnego od przypadku zdarzenia. Umowa gry należy do kategorii umów losowych. Jest to umowa dwustronnie zobowiązująca i z reguły odpłatna, jako że uczestniczący w grze płaci za wzięcie w niej udziału, zaś urządzający grę zobowiązuje się spełnić określone świadczenie (wygraną) w razie zajścia przewidzianego w umowie zdarzenia przypadku. Istnienie elementu przypadkowości stanowi konieczny składnik każdej gry, aczkolwiek znaczenie jego w różnych rodzajach gier nie jest jednakowe⁵². Natomiast umowa zakładu jest umową, w ramach której strony przyrzekają korzyść majątkową dla tej strony, której twierdzenie co do pewnych faktów przeszłych lub przyszłych okaże się prawdziwe. Trudno zatem rozpatrywać umowę o subemisję inwestycyjną w kategoriach charakterystycznych dla umowy losowej, której cechą jest ścisła zależność powstania określonego obowiązku świadczenia od przypadku, czyli zdarzenia niepewnego (jak np. gry liczbowe czy loterie pieniężne). Profesjonalny charakter działalności podmiotów posiadających zdolność subemisyjną wyklucza uzależnienie zajęcia określonej postawy w procesie emisyjnym od zdarzenia niepewnego, nie wkalkulowanego w strategię działania i nie opartego na wnikliwej analizie stanu prawnego i faktycznego.

Wydaje się, że najbliższą konstrukcji umowy o subemisję inwestycyjną jest umowa kontraktacji, o której mowa w art. 613 k.c.⁵² Przenosząc konstrukcję umowy kontraktacji na grunt subemisji inwestycyjnej można stwierdzić, że emitent (czyli kodeksowy producent rolny) zobowiązuje się do emisji papierów wartościowych oraz wprowadzenia ich do publicznego obrotu, natomiast subemitent inwestycyjny (czyli kodeksowy kontraktujący) zobowiązuje się do nabycia tej części oferowanych papierów wartościowych, które nie zostaną objęte przez potencjalnych subskrybentów, płacąc umówioną cenę. Przedmiotem zobowiązania subemisyjnego może być również obowiązek spełnienia określonych świadczeń dodatkowych wynikających z umowy lub przepisów szczególnych. Podobieństwa do tejsze umowy wynikają, po pierwsze, z wyraźnego określenia zakresu podmiotowego obu postaci umów. W przypadku umowy kontraktacji stronami umo-

⁵² Zbieżność konstrukcyjną umowy o subemisję inwestycyjną z umową kontraktacji zauważa również R. Czerniakowski, jw., s. 229.

wy mogą być wyłącznie: producent rolny i kontraktujący, natomiast w umowie subemisyjnej: emitent lub wprowadzający oraz subemitent. Po drugie, z ograniczenia przedmiotowego obu umów. W przypadku umowy kontraktacji przedmiotem umowy mogą być wyłącznie produkty rolne lub hodowlane które mają być dopiero wytworzone w gospodarstwie (przedsiębiorstwie) producenta rolnego, natomiast przedmiotem umowy o subemisję inwestycyjną są wyłącznie papiery wartościowe, papiery wartościowe w rozumieniu prawa o publicznym obrocie. Po trzecie, umowa kontraktacji powinna zawierać postanowienia dotyczące świadczeń dodatkowych (traktując je jako przedmiotowo istotne elementy umowy). Świadczenia dodatkowe w umowie kontraktacji określone są w art. 615 k.c. Natomiast konieczność określonych świadczeń dodatkowych na gruncie umowy subemisyjnej wynika z art. 76 ust. 1 zd. 3 oraz art. 77 ust. 1 zd. 3 prawa o publicznym obrocie (obowiązki emitenta lub wprowadzającego o charakterze informacyjnym), art. 77 ust. 1 zd. 2 prawa o publicznym obrocie (obowiązki stron umowy o charakterze organizacyjnym), art. 77 ust. 2 zd. 1 oraz ust. 3 zd. 1 prawa o publicznym obrocie (zobowiązanie stron umowy o subemisję usługową do zawarcia postanowienia, że umowy o subemisję usługowe zawarte przez emitenta powinny zapewniać możliwość zbywania przez subemitenta usługowego przysługującego mu prawa do objęcia papierów wartościowych, natomiast umowy o subemisję usługowe zawarte przez wprowadzającego powinny zapewniać możliwość zbywania przez subemitenta usługowego papierów wartościowych nabytych od wprowadzającego, a także prawa do ich nabycia). Po czwarte, zarówno w przypadku umowy kontraktacji, jak i umowy o subemisję inwestycyjną wykonanie przedmiotu umowy zależy od określonych czynników zewnętrznych, niezależnych od stron umowy (w przypadku umowy kontraktacji takimi czynnikami będą np. warunki klimatyczne, natomiast w przypadku umowy o subemisję, wykonanie zobowiązania subemisyjnego, o którym mowa w art. 4 pkt 10 prawa o publicznym obrocie, zależy od postawy potencjalnych subskrybentów, którzy mogą subskrybować całość oferowanych papierów wartościowych albo jedynie ich część)⁵³.

⁵³ Pamiętajcie wszakże należy o możliwości uczestniczenia subemitenta w procesie poszukiwania zainteresowanych.

Przedmiotem umowy kontraktacji jest świadczenie przyszłe, nieistniejące jeszcze w chwili zawarcia umowy. Produkty nie mogą być gotowe (albowiem oznaczałoby to umowę sprzedaży) mogą tylko stanowić wynik działalności w gospodarstwie producenta⁵⁴. Również w przypadku umowy o subemisję inwestycyjną, zawartą pomiędzy emitentem a subemitentem, papiery wartościowe, będące przedmiotem umowy, jeszcze nie istnieją, albowiem – w świetle art. 76 ust. 1 zd. 1 prawa o publicznym obrocie – umowa taka może być zawarta najpóźniej do chwili rozpoczęcia publicznej subskrypcji⁵⁵. Z tych powodów powyższe uwagi nie dotyczą umowy o subemisję inwestycyjną zawartą z wprowadzającym, bowiem papiery wartościowe będące w jego posiadaniu już „egzystują” w obrocie gospodarczym.

Nie istniejący w chwili zawierania umowy przedmiot umowy zbliża umowę o subemisję inwestycyjną do konstrukcji umowy sprzedaży rzeczy lub prawa, które jeszcze nie istnieją. Można w tym wypadku rozróżnić⁵⁶, po pierwsze, tzw. sprzedaż rzeczy (albo praw) spodziewanej (*emptio rei speratae*), czyli umowę zawartą pod warunkiem zawieszającym, że rzecz powstanie, natomiast zapłata będzie uzależniona od jej liczby i jakości. Przyjęcie takiej konstrukcji jest dopuszczalne wyłącznie do umów subemisyjnych, w których przewiduje się wynagrodzenie w postaci prowizji (kwotowej lub procentowej). Po drugie, kupno nadziei (*emptio spei*), gdzie umowa jest bezwarunkowa, natomiast zapłata należy się niezależnie od tego, czy rzecz powstanie⁵⁷.

Podobnie jak w przypadku umowy kontraktacji, można pokusić się o wykazanie podobieństwa umowy o subemisję inwestycyjną do umowy dostawy, o której mowa w art. 605-612 k.c.⁵⁸ Z uwagi na to, że dostawcą

⁵⁴ Zob. W.J. Katner, [w:] M. Bączyk, M. Jasiakiewicz, W.J. Katner, A. Klei- in, K. Kruczałak, M. Stec, J. Strzępka, G. Tracz, W. Uruszczak, S. Włod- yka, *Prawo gospodarcze i handlowe. Prawo umów w obrocie gospodarczym*, t. 5, s. 754; por. również wyrok SN z dnia 22 października 1957 r. 2 CO 10/57, OSN 1958, poz. 59.

⁵⁵ Wszelkie analogie umowy o subemisję inwestycyjną do umowy kontraktacji mogą dotyczyć jedynie umów zawieranych wyłącznie przez emitenta.

⁵⁶ Tak W. Czachórski, A. Brzozowski, M. Safjan, E. Skowrońska- Bocian, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 1999, s. 354.

⁵⁷ Przykładem takiej umowy będzie niewątpliwie umowa o subemisję usługową.

⁵⁸ Przez umowę dostawy dostawca zobowiązuje się do wytworzenia rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku oraz do ich dostarczania częściami albo okresowo, a odbiorca zobowiązuje się do odebrania tych rzeczy i do zapłacenia ceny.

rzeczy może być wyłącznie jej wytwórca, jakiegokolwiek analogie mogą dotyczyć jedynie umowy o subemisję zawartej z emitentem, czyli podmiotem emitującym lub wystawiającym papiery wartościowe we własnym imieniu. Różnice pomiędzy tymi postaciami umów związane są m.in. z tym, że umowy dostawy kreują trwałe stosunki oparte niejednokrotnie na ścisłej współpracy gospodarczej, natomiast umowa o subemisję z reguły dotyczy jednorazowej czynności. W literaturze przedmiotu podkreśla się również związki konstrukcyjne umowy o subemisję inwestycyjną z umową o dzieło⁵⁹.

Za słuszne należy przyjąć stanowisko doktryny, odmawiające zasadności poglądu B. Ptaka, odwołującego się do koncepcji umowy przedwstępnej⁶⁰. W świetle art. 389 k.c. umowa przedwstępna jest umową, w której przedmiotem świadczenia jednej lub obydwu stron jest złożenie oświadczenia woli o zawarciu oznaczonej umowy (definitywnej, stanowczej lub przyrzeczonej), zatem celem umowy przedwstępnej jest zawarcie umowy przyrzeczonej. Artykuł 389 § 2 k.c. przyznaje uprawnienie do dochodzenia zawarcia umowy przyrzeczonej. Natomiast w przypadku umowy o subemisję inwestycyjną celem jej jest zagwarantowanie skuteczności prowadzonej emisji papierów wartościowych. Często przesłanką zawarcia umowy przedwstępnej jest istnienie określonych przeszkód faktycznych lub prawnych, uniemożliwiających w danym momencie zawarcie umowy przyrzeczonej⁶¹. Ważność umowy przedwstępnej jest zależna m.in. od określenia *essentialia negotii* umowy przyrzeczonej, natomiast umowa o subemisję inwestycyjną nie zawiera postanowień określających ilość papierów, do których nabycia zobowiązał się subemitent⁶². Umowa o subemisję usługową charakteryzuje się odmiennymi założeniami konstrukcyjnymi, stąd też

⁵⁹ Tak podnosi R. Czerniawski, lecz bez bliższej argumentacji; R. Czerniawski, jw., s. 229.

⁶⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, s. 399. Uwagi autora dotyczą analizy umów underwritingowych w stosunku do umów przedemisyjnych. Negują ten pogląd R. Jurga, M. Michalski oraz G. Domański; por. R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 747; G. Domański, jw., s. 3.

⁶¹ Zdaniem R. Jurgi i M. Michalskiego, w przypadku zawarcia umowy o subemisję inwestycyjną warunki, na jakich subemitent może obejmować papiery wartościowe określone są w propozycji skierowanej do wszystkich inwestorów, nie zaś w umowie o subemisję. R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 747.

⁶² Tak W. Czachórski, A. Brzozowski, M. Safjan, E. Skowrońska-Boćian, jw., s. 153.

wszelkie uwagi dotyczące umowy o subemisję inwestycyjną nie znajdują tu zastosowania, z wyjątkiem oczywiście uznania obu postaci umów o subemisję jako umów nazwanych oraz odpłatnych.

Umowa o subemisję usługową wykazuje pewne elementy konstrukcyjne zbliżone do umowy komisu⁶³. Warto nadmienić, że na gruncie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych A.W. Wiśniewski, w aspekcie czynności noszących znamiona umowy o subemisję usługową, posługiwał się pojęciem subemisji komisowej i agencyjnej⁶⁴.

Podobieństwa konstrukcyjne umowy komisu oraz umowy o subemisję usługową wynikają z wielu płaszczyzn. Po pierwsze, ze zbliżonego określenia zakresu podmiotowego, albowiem komisantem może zostać wyłącznie podmiot, dla którego czynności komisowe mają charakter profesjonalny. Umowę komisu zawiera w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa. Podobnie przedstawia się zakres działalności subemitentów. Po drugie, w obu postaciach umów mamy do czynienia z aktywną postawą subemitenta lub komisanta w procesie dystrybucji przedmiotu umowy. Po trzecie, w relacjach z osobami trzecimi zarówno komisant, jak i subemitent usługowy występują we własnym imieniu. Na nich ciążyą wszelkie obowiązki wynikające z zawartej umowy wobec osób trzecich. Stosunek zachodzi więc poza jakimkolwiek udziałem komitenta czy emitenta (lub wprowadzającego). Po czwarte, normatywnym wynagrodzeniem komisanta jest prowizja. Również w przypadku umowy o subemisję usługową jest zasadniczo mowa o prowizji, jako postaci wynagrodzenia subemitenta. Po piąte, przedmiotem umowy komisu oraz umowy o subemisję usługową są papiery wartościowe⁶⁵. Należy podkreślić, że możliwość objęcia papierów wartościowych umową komisu wynika z postanowień prawa o publicznym obrocie, a w szczególności z art. 34 tego prawa, zgodnie z którym w umowie o świadczenie usług brokerskich dom maklerski zobowiązuje się wobec dającego

⁶³ Tak wywodzi, jednakże bez głębszej argumentacji R. Jurga, M. Michalski, jw., s. 1. Podobnie konstatuje A.W. Wiśniewski, jw., s. 1.

⁶⁴ Zob. A.W. Wiśniewski, jw., s. 3.

⁶⁵ W przypadku komisu mogą być, rzecz jasna, również rzeczy ruchome, natomiast w przypadku umowy o subemisję usługową przedmiotem są wyłącznie papiery wartościowe w rozumieniu prawa o publicznym obrocie.

zlecenie do nabycia lub zbycia oznaczonych papierów wartościowych w imieniu własnym, lecz na rachunek dającego zlecenie, przy czym w kwestiach nie uregulowanych powołaną ustawą stosuje się odpowiednio przepisy kodeksu cywilnego dotyczące umowy komisji, z wyłączeniem art. 768 § 3 k.c. (art. 34 ust. 5 pkt 2 prawa o publicznym obrocie)⁶⁶.

Występuje również wiele istotnych różnic, zachodzących pomiędzy umową komisji a umową o subemisję usługową. Po pierwsze, przedmiotem zobowiązania subemitenta usługowego jest nabycie we własnym imieniu na rzecz emitenta lub wprowadzającego oraz na własny rachunek papierów wartościowych. Natomiast przedmiotem zobowiązania przyjmującego zlecenie (komisanta) jest nabycie (lub sprzedaż) rzeczy ruchomych w imieniu własnym, lecz na rachunek dającego zlecenie (komitenta). Po drugie, umowa komisji może obejmować dokonanie jednorazowej czynności lub regulować trwały stosunek zobowiązaniowy, natomiast przedmiotem umowy o subemisję usługową jest jednorazowa czynność. Po trzecie, elementem przedmiotowo istotnym umowy komisji jest oznaczenie ceny rzeczy, którą komisant ma sprzedać lub nabyć, natomiast w przypadku umowy o subemisję taka konieczność nie występuje. Po czwarte, zgodnie z art. 767 k.c., jeżeli komisant zawarł umowę na warunkach korzystniejszych od warunków oznaczonych przez komitenta, uzyskana korzyść należy się komitentowi. Prawo o publicznym obrocie nie obciąża subemitenta usługowego analogicznym obowiązkiem, wręcz przeciwnie, sprzedaż papierów wartościowych przez subemitenta na korzystniejszych warunkach należy do specyfiki umowy o subemisję usługową. Natomiast postanowienie art. 768 § 1 k.c., zgodnie z którym, w przypadku gdy komisant sprzedał oddaną mu do sprzedaży rzecz za cenę niższą od ceny oznaczonej przez komitenta, obowiązany jest zapłacić komitentowi różnicę, nie odnosi się do subemitenta usługowego, z uwagi na brak konieczności określania w umowie o subemisję usługową ceny papierów wartościowych, na jakiej będzie on je zbywał.

Uznać należy za pozbawione mocnej argumentacji próby przenoszenia konstrukcji umowy o subemisję usługową na grunt umowy agencji⁶⁷, albo

⁶⁶ Zgodnie z art. 768 § 3 kodeksu cywilnego, komitent nie może żądać zapłacenia różnicy ceny ani odmówić zgody na wyższą cenę, jeżeli zlecenie nie mogło być wykonane po cenie oznaczonej, a zawarcie umowy uchroniło komitenta od szkody.

⁶⁷ Zgodnie z art. 758 § 1 k.c., przez umowę agencyjną przyjmujący zlecenie (agent) zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, do stałego pośredniczenia,

wiem przemawia za tym charakter zobowiązania agenta, polegającego na działaniu w cudzym imieniu (co do zasady jego działalność polega na pośredniczeniu przy zawieraniu umów na rzecz zleceniodawcy albo też na zawieraniu umów w jego imieniu w ramach trwałego stosunku prawnego), natomiast działanie subemitenta jest działaniem we własnym imieniu oraz na własny rachunek.

W tym miejscu zastanowić się należy, czy umowa o subemisję usługową wykazuje znamiona charakterystyczne dla umowy o świadczenie usług⁶⁸, o której mowa w art. 750 k.c., zgodnie z którym w sprawach nie uregulowanych innymi przepisami odpowiednie zastosowanie znajdują przepisy o zleceniu. Zatem odsyłające do przepisów o zleceniu postanowienie art. 750 k.c. znajdzie zastosowanie wówczas, gdy przedmiotem umowy jest dokonanie czynności traktowanej jako usługa oraz jednocześnie usługa taka nie jest unormowana w przepisach dotyczących zarówno nazwanych umów cywilnoprawnych, jak i w innych aktach, nawet poza prawem cywilnym⁶⁹. Subemitent usługowy niewątpliwie podejmuje się świadczenia określonej kategorii usług związanych z „rozprowadzaniem” papierów wartościowych, stanowiących przedmiot umowy o subemisję usługową. Przyjmując założenia wykładni literalnej art. 750 k.c., nie można uznać za należycie uzasadnioną tezę zezwalającą na wskazywanie analogii do konstrukcji umowy o subemisję usługową, a w konsekwencji na odpowiednie stosowanie postanowień przepisów o zleceniu. Artykuł 750 k.c. posługuje się bowiem pojęciem umów o świadczenie usług, które nie są uregulowane innymi przepisami, co wyłącza możliwość jego stosowania do uznanej za pozako-deksową umowę nazwaną, umowę o subemisję usługową.

Umowa o subemisję usługową jest umową, której bezpośrednim skutkiem jest definitywne nabycie papierów wartościowych przez subemitenta.

za wynagrodzeniem, przy zawieraniu z klientami umów na rzecz dającego zlecenie przedsiębiorcy albo do zawierania ich w jego imieniu.

⁶⁸ Tak kwalifikuje umowę o subemisję usługową M. Romanowski, *juw.*, s. 403. W uzasadnieniu autor podnosi, że celem gospodarczym umowy o subemisję usługową jest „uplasowanie” oferty papierów wartościowych wśród inwestorów, z zastrzeżeniem, iż ryzyko niepowodzenia obciąża subemitenta usługowego. Również A. Mach uważa, że umowa o subemisję usługową wykazuje z jednej strony pewne cechy umowy o świadczenie usług, a z drugiej strony umowy sprzedaży; A. Mach, *juw.*, s. 157.

⁶⁹ Por. wyrok SN z dnia 17 maja 1995 r. I PRN 14/95, OSNAPiUS 1995, nr 21, poz. 263.

Zatem w tej części umowa taka wykazuje elementy umowy sprzedaży. Charakter zobowiązujący umowy o subemisję usługową związany jest z powstaniem po stronie sprzedawcy (emitenta lub wprowadzającego) obowiązku przeniesienia własności rzeczy będącej przedmiotem umowy (czyli przydzielenia papierów wartościowych) na rzecz subemitenta usługowego. W umowie sprzedaży elementem koniecznym jest zapłata ceny i w tym momencie pokusić możemy się o wskazanie różnicy pomiędzy tymi umowami. Cena w umowie sprzedaży stanowi co do zasady ekwiwalent przedmiotu w umowie sprzedaży⁷⁰, natomiast w umowie o subemisję usługową spotykamy się z ceną, jaką płaci subemitent w zamian za nabycie papierów wartościowych, określoną przez pryzmat wynagrodzenia przyznanego subemitentowi z reguły w postaci prowizji. Wynagrodzenie dla subemitenta usługowego stanowi z kolei ekwiwalent za działania związane z zbywaniem (dystrybucją) papierów wartościowych w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej. Z reguły wynagrodzenie subemitenta stanowi ułamek wartości przedmiotu umowy, czyli określonego pakietu papierów wartościowych.

Bliższego zbadania wymaga określenie charakteru nabycia przez subemitenta usługowego papierów wartościowych, będących przedmiotem umowy. Artykuł 4 pkt 11 prawa o publicznym obrocie posługuje się pojęciem „nabycie przez subemitenta usługowego, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji w celu dalszego ich zbywania”. Jak już podkreślono, nabycie przez subemitenta usługowego ma charakter bezwarunkowy. Dla skuteczności przeniesienia własności przedmiotu umowy o subemisję nie ma wpływu to, czy subemitent wykona zobowiązanie do „dalszego zbywania” papierów wartościowych. Subemitent usługowy dochodzić może wykonania umowy, czyli przydzielenia papierów wartościowych z chwilą wejścia jej w życie (na warunkach określonych w umowie o subemisję).

Pojawia się pytanie, czy w przypadku umowy o subemisję usługową, a w szczególności w aspekcie zobowiązania emitenta do przeniesienia

⁷⁰ Cena w przeświadczeniu stron umowy sprzedaży powinna stanowić ekwiwalent przedmiotu umowy; tak W. Czachórski, A. Brzozowski, M. Sałjan, E. Skowrońska-Bocian, jw., s. 355; W.J. Katner, jw., s. 664; por. również m.in. wyrok SN z dnia 31 stycznia 1984 r. II CR 450/83; OSN z dnia 28 kwietnia 1988 r. IV CR 96/88, OSPiKA 1989, poz. 148; OSN z dnia 15 listopada 1989 r. III CRN 354/89, PUG 1990, nr 7, poz. 23.

własności papierów wartościowych na rzecz subemitenta, mamy do czynienia z tzw. szczególnym rodzajem sprzedaży. W ocenie autora można dopatrzeć się analogii do tzw. umowy sprzedaży adresowej, czyli – jak wywodzi W.J. Katner – umowy zawartej między sprzedawcą a kupującym o świadczenie konkretnej rzeczy dla niego lub dla osoby trzeciej⁷¹ (podstawą tej konstrukcji jest art. 393 k.c.⁷²). Uzasadnieniem takiego postulatu jest szerokie zakreślenie pojęcia osoby trzeciej. Osobą trzecią może być zarówno osoba określona w umowie imiennie, jak i – co też jest najistotniejsze – przez wskazanie cech czy też okoliczności, które w przyszłości osobę tę zindywidualizują⁷³. Uznać można, że w tym przypadku cechami indywidualizującymi osobę trzecią, czyli inwestora (tj. nabywającego papiery wartościowe od subemitenta usługowego), są warunki nabywania papierów w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.

Elementem koniecznym umowy o subemisję usługową jest zobowiązanie subemitenta usługowego do dalszego zbywania papierów wartościowych, czyli zawarcia umowy zbycia papierów wartościowych osobom trzecim. Postanowienie takie upodabnia zobowiązanie subemitenta do aktu wykonawczego umowy ramowej⁷⁴. Za koncepcją odniesienia umowy o sub-

⁷¹ Zob. W.J. K a t n e r, jw., s. 709. Autor zauważa trudność rozgraniczenia takiej umowy, tzn. czy chodzi o umowę ostateczną czy też przedwstępną oraz podkreśla trudność określenia uprawnień podmiotów, zwłaszcza osoby trzeciej. Poddaje konieczność ustawowego uregulowanie tych kwestii.

⁷² Zgodnie z art. 393 k.c., normującym kwestie związane z umową o świadczenie na rzecz osoby trzeciej (*pactum in favorem tertii*), jeżeli w umowie zastrzeżono, że dłużnik spełni świadczenie na rzecz osoby trzeciej, osoba ta, w braku odmiennego postanowienia umowy, może żądać bezpośrednio od dłużnika spełnienia zastrzeżonego świadczenia. Zastrzeżenie co do obowiązku świadczenia na rzecz osoby trzeciej nie może być odwołane ani zmienione, jeżeli osoba trzecia oświadczyła którejkolwiek ze stron, że chce z zastrzeżenia skorzystać. Dłużnik może podnieść zarzuty z umowy także przeciwko osobie trzeciej.

⁷³ Np. posiadacz karty gwarancyjnej i przedmiotu objętego gwarancją jakości czy też posiadacz polisy ubezpieczeniowej na okaziciela w świetle art. 831 § 1 i art. 808 § 1 k.c. Tak C. Ż u ł a w s k a, [w:] G. B i e n i e k, H. C i e p ł a, S. D m o w s k i, J. G u d o w s k i, K. K o ł a k o w s k i, M. S y c h o w i c z, T. W i ś n i e w s k i, C. Ż u ł a w s k a, *Komentarz do kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania*, t. I, Warszawa 2001, pkt 4 do art. 393; por. uchwałę SN z dnia 30 marca 1983 r., OSNCP 1983, poz. 184. Jeżeli istnieją jakieś wymagania prawne co do osoby kontrahenta-odbiorcy świadczeń, osoba trzecia powinna je spełniać; por. uchwałę SN z dnia 30 grudnia 1975 r., OSNCP 1976, poz. 125.

⁷⁴ Umową ramową jest umowa, w której strony zobowiązują się wzajemnie w sposób ostateczny, ale jedynie ramowy. Wykonanie zobowiązań wymaga z kolei zawarcia kolejnej

emisję do umowy ramowej przemawia to, że zasadniczym celem zawarcia umowy o subemisję jest dystrybucja papierów wartościowych, która *de facto* „ziści” się dopiero z chwilą zawarcia umowy subemitenta z osobami trzecimi, czyli inwestorami (stanowiącej umowę wykonawczą w stosunku do „ramowej” umowy o subemisję usługową).

Zawarcie umowy o subemisję usługową, a następnie zawarcie – w ramach obligatoryjnej dystrybucji papierów wartościowych – umowy (lub umów) zbycia papierów wartościowych z osobami trzecimi (inwestorami) stanowi postać umowy sprzężonej, zawartej w ramach ciągu (łańcucha) umów⁷⁵.

Z tych samych przyczyn umowa o subemisję usługową oraz późniejsza umowa (umowy) subemitenta z inwestorami stanowi przykład zespołu (kompleksu) umów, zawieranych w celu wspólnego przedsięwzięcia, jakim w tym przypadku jest zabezpieczenie dojścia do skutku emisji papierów wartościowych⁷⁶.

Fakt, że umowa o subemisję jest zawierana między przedsiębiorcami w rozumieniu art. 2 ust. 2 prawa działalności gospodarczej⁷⁷ skutkuje m.in. podwyższeniem zakresu staranności wymaganej od stron przy jej wykonywaniu (art. 355 § 2 k.c. wymaga uwzględnienia zawodowego charakteru wykonywania zobowiązań), skróceniem okresu przedawnienia wzajemnych roszczeń z 10 do zaledwie 3 lat (art. 118 *in fine* kodeksu cywilnego), brakiem sądowej waloryzacji wzajemnych świadczeń pieniężnych, nawet w razie istotnej zmiany siły nabywczej pieniądza (art. 358¹ k.c.) oraz odrębnym trybem dochodzenia wzajemnych roszczeń (tzw. postępowanie gospodarcze), wynikającym z art. 479¹ k.p.c.

umowy, określanej mianem umowy realizacyjnej lub wykonawczej. Tak. S. Włodyka, jw., s. 53 i nast.

⁷⁵ Zob. S. Włodyka, jw., s. 56 i nast. Ciągi (łańcuchy) umów oznaczają dwie lub więcej umów powiązanych, między którymi zachodzi związek faktyczny (czasowy) lub prawny (np. umowa wcześniejsza stanowi przyczynę *causę* umowy późniejszej); por. również I. Weiss, *Umowy sprzężone w procesach budowlanych. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Stanisława Włodyki, Studia z prawa gospodarczego i handlowego*, Kraków 1996, s. 508 i nast.

⁷⁶ Zob. S. Włodyka, jw., s. 58 i nast.; również A. Szumański, *Pojęcie i charakter prawny umowy kooperacji przemysłowej w międzynarodowym obrocie gospodarczym*. Kraków 1991, s. 122 i nast.

⁷⁷ Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r., Dz.U. z 1999 r. Nr 101, poz. 1178 ze zm.