

*Mgr Michał Gajowczyk*  
*Uniwersytet Wrocławski*

## **Obligacje zamienne jako hybrydowe instrumenty finansowe w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w spółce akcyjnej**

### **I. Wstęp**

W okresie globalnego kryzysu finansowego, przenikającego stopniowo do sfery realnej gospodarki, zaufanie do obrotu papierami wartościowymi w ramach rynku regulowanego maleje proporcjonalnie do jego zasięgu, skutkując znaczącymi spadkami głównych indeksów giełdowych.

Podmiotami, wokół których skupia się zainteresowanie emitentów – przedsiębiorstw, są więc osoby lub instytucje, które zgromadziły wystarczającą ilość płynnego pieniądza, natomiast inwestorów – akcje tych korporacji, których cena uplasowała się dość nisko, a które jednocześnie dają co najmniej przypuszczenie, że (w niedookreślonej przyszłości) osiągną poziomu umożliwiającego realizację pokazanych zysków.

W związku z powyższym pojawiają się ważne argumenty, aby przeanalizować jedną z alternatywnych metod finansowania przedsiębiorstw, jaką jest emisja obligacji zamiennych na akcje oraz realizacja praw z tychże w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego.

W sensie potocznym chodzi, z jednej strony, o przyznanie osobie uprawnionej z takiej obligacji (obligatariuszowi) możliwości wyboru pomiędzy świadczeniem pieniężnym (tj. odkupu obligacji po cenie nominalnej przez jej emitenta – wystawcę) bądź niepieniężnym (poprzez zamianę obligacji na akcje emitenta i uzyskanie tym samym przez obliga-

tariusza statusu akcjonariusza – uczestnika korporacji), z drugiej natomiast strony, możliwość atrakcyjniejszego pozyskania środków finansowych (tzw. finansowanie długiem), w przeciwieństwie do innych źródeł zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw (kredyt).

Na samym początku wspomnieć należy, że pierwotna, dość niedoskonała regulacja mechanizmu zamiany obligacji zamiennych przez obligatariuszy na akcje emitowane przez jednoczesnego emitenta obligacji funkcjonowała w ramach ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach<sup>1</sup> (dalej: ustawa o obligacjach), następnie przeniesiona została do obecnego kodeksu spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r.<sup>2</sup> (dalej: k.s.h.). Ustawa o obligacjach pozostaje jednak nadal podstawowym aktem prawnym regulującym samą emisję obligacji zamiennych.

Kryterium dywersyfikującym poszczególne rodzaje obligacji według tej ustawy jest charakter świadczenia wynikającego z obligacji. Immanentną bowiem cechą emisji „zwykłej” obligacji jest zawiązanie klasycznego stosunku zobowiązaniowego pomiędzy emitentem (spółką) a uprawnionym z obligacji (obligatariuszem). W wyniku natomiast emisji obligacji zamiennych na akcje skutkiem jest powstanie złożonego stosunku zobowiązaniowego i organizacyjnego<sup>3</sup>. Obligacja zamienna inkorporuje bowiem nadal klasyczne zobowiązanie jej emitenta do wykupienia jej od uprawnionego z obligacji po upływie określonego terminu. Istnieje więc wiarygodność (po stronie uprawnionego) oraz dług (po stronie emitenta), dłużnik zobowiązany jest natomiast do określonego świadczenia pieniężnego na rzecz wierzyciela.

Z drugiej jednak strony, obligacja zamienna inkorporuje prawo jej posiadacza do zamiany nabytej obligacji na akcje jej emitenta.

Do emisji obligacji zamiennych dochodzi na podstawie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy, która następnie zainicjuje procedurę podwyższenia kapitału zakładowego w spółce emitującej ten rodzaj obligacji, jeżeli uprawnieni z obligacji zamiennych zdecydują na ich zamianę na akcje. Emisja obligacji zamiennych prowadzić może bowiem do znaczą-

---

<sup>1</sup> Dz.U. Nr 83, poz. 420.

<sup>2</sup> Dz.U. Nr 94, poz. 1037.

<sup>3</sup> Tak: A. Miręcki, *Skutki organizacyjno-prawne uchwały o emisji obligacji zamiennych na akcje*, Prawo Spółek 1998, nr 7-8, s. 16 i nast.

cych skutków organizacyjnych wobec spółki emitenta, gdyż następstwem uchwały o emisji obligacji zamiennych będzie kolejna uchwała walnego zgromadzenia, ale w przedmiocie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, wyłącznej procedury umożliwiającej obligatariuszowi wykonanie prawa zamiany obligacji na akcje, zarząd spółki zobowiązany będzie do zgłoszenia do rejestru uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego, a w rejestrze uwidoczniona zostanie maksymalna wysokość warunkowego podwyższenia. W przypadku natomiast skorzystania z zamiany obligacji na akcje kapitał zakładowy emitenta ulegnie podwyższeniu, zmieni się struktura akcjonariatu, a statut spółki akcyjnej zostanie zmieniony o kwotę ostatecznego podwyższenia kapitału.

Związanie elementów obligacyjnych z elementami natury organizacyjnej jest więc cechą swoistą obligacji zamiennych.

## **II. Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego jako szczególna forma podwyższania kapitału zakładowego w spółce akcyjnej – zarys**

Bez nakreślenia, co najmniej w aspekcie podstawowym, instytucji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w spółce akcyjnej<sup>4</sup>, nie zrozumiemy właściwie charakteru wykonania praw z obligacji zamiennych, ściślej: instytucja ta jawi się jako *conditio sine qua non* realizacji praw z tych specyficznych papierów wartościowych<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Warto poczynić tym miejscu uwagę porządkującą, że instytucja kapitału warunkowego jest regulacją *sui generis* właściwą li tylko spółce akcyjnej, która oprócz „klasycznego” podwyższenia jej kapitału (art. 431-432 k.s.h. i nast.) oraz podwyższenia ze środków spółki (art. 442 i 443 k.s.h.) przewiduje także dwa szczególne sposoby podnoszenia kapitału zakładowego: w ramach kapitału docelowego (art. 444-447 k.s.h.) oraz właśnie warunkowe podwyższenie kapitału (art. 448-454 k.s.h.). Natomiast regulacja spółki z ograniczoną odpowiedzialnością jest w tym względzie „uboższa”, gdyż przewiduje oprócz zwykłego podwyższenia kapitału (art. 257-259 i nast. k.s.h.) jedynie możliwość podwyższenia tzw. papierowego, czyli ze środków własnych spółki (art. 260 k.s.h.)

<sup>5</sup> *Ratio legis* towarzyszące wprowadzeniu przedmiotowej instytucji do kodeksu spółek handlowych jest pokłosiem przesłanek natury zarówno ekonomicznej (tańsze pozyskanie kapitału zewnętrznego w drodze emisji obligacji zamiennych), jak i natury jurystycznej, porządkującej po kontrowersyjnych rozwiązaniach ustawy o obligacjach w jej pierwotnym brzmieniu oraz postanowieniach kodeksu handlowego przewidujących, że kapitał akcyjny

## **1. Elementy konstrukcyjne warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego**

Art. 448 § 1 k.s.h. przyznaje walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy kompetencję do podwyższenia kapitału zakładowego, pod warunkiem, że osoby którym przyznano prawo do objęcia akcji, wykonają je na warunkach określonych w uchwale w trybie określonym w art. 448-452 k.s.h. (warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego). W § 2 tego artykułu ustawodawca enumeratywnie wylicza cele podjęcia uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału, a są to: (a) przyznanie praw do objęcia akcji przez obligatariuszy obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa, (b) przyznanie praw do objęcia akcji pracownikom, członkom zarządu lub rady nadzorczej w zamian za wkłady niepieniężne, stanowiące wierzytelności, jakie przysługują tym osobom z tytułu nabytych uprawnień do udziału w zysku spółki lub spółki zależnej, (c) przyznanie praw do objęcia akcji przez posiadaczy warrantów subskrypcyjnych. Istotnym dookreśleniem powyższych przepisów jest § 4 art. 448 k.s.h., który stanowi, że podwyższenie kapitału w celu przyznania praw do objęcia akcji, o których mowa powyżej, może nastąpić wyłącznie w trybie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, z uwzględnieniem jednak przepisów o obligacjach. Ustawodawca nie pozostawia tutaj jakiegokolwiek spektrum elastyczności w ukształtowaniu tej instytucji stosownie do indywidualnych zapatrywań poszczególnych spółek, gdyż zarówno przepis powyższy, jak i kolejne w tym zakresie, zawierają normy imperatywne<sup>6</sup>.

Zasadniczymi kwestiami odróżniającymi ten typ podnoszenia kapitału są: skierowanie emisji akcji do zamkniętego kręgu podmiotów oraz ich obejmowanie w szczególnym trybie sprecyzowanym w art. 448-452 k.s.h.

---

(wówczas) był wielkością stałą, każde jego podwyższenie wymagało uchwały walnego zgromadzenia – było rozwiązaniem ułatwiającym możliwość sabotowania działalności spółki w drodze powództw w trybie art. 422 k.s.h. lub 425 k.s.h., kwestionujących poszczególne uchwały o podwyższeniu kapitału będące skutkiem realizacji praw przez obligatariuszy obligacji zamiennych na akcje; zob. szerzej: *Uzasadnienie projektu ustawy – Prawo spółek handlowych*, Studia Prawnicze 1999, nr 1-2, s. 179.

<sup>6</sup> Tak zdecydowanie S. Sołtysiński, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwałka, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. III, Warszawa 2007, s. 1215.

Warunkowy charakter podwyższenia kapitału nie jest tutaj skorelowany ściśle jedynie z warunkiem objęcia akcji wyemitowanych w toku tej procedury, gdyż jest to w zasadzie warunek dojścia do skutku każdej z form podwyższania kapitału zakładowego, w tym jednak wypadku mamy do czynienia z objęciem akcji szczególnego rodzaju, zarówno w odniesieniu do osób, które mogą to uczynić, jak i trybu, w jakim obejmowanie akcji następuje oraz związana z tym chwila powstania praw z akcji.

## **2. Porównanie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego z podwyższeniem z trybie zwykłym**

Do najdonioślejszych różnic pomiędzy „zwykłym” podwyższeniem kapitału zakładowego a podwyższeniem w ramach kapitału warunkowego<sup>7</sup> należy zaliczyć:

a) w kontekście powstania praw udziałowych z akcji nowej emisji: w ramach podwyższenia zwykłego powstają one z chwilą wpisania podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru (art. 441 § 4 k.s.h.), co jest warunkiem koniecznym i jednocześnie wystarczającym dla ich kreacji, natomiast w przypadku warunkowego – jego istota sprowadza się do, co najmniej z założenia, stopniowego, sukcesywnego, wieloetapowego podwyższania kapitału w miarę składania kolejnych oświadczeń przez uprawnionych z przyznanych im uprawnień do zamiany obligacji na akcje (zob.: art. 449 § 1 pkt 3 oraz art. 451 k.s.h. w zw. z art. 20 ust. 5 i art. 22 ust. 3 ustawy o obligacjach);

b) w kontekście charakteru wpisu podwyższenia: przy warunkowym podwyższeniu – wpis uchwały w tym przedmiocie ma jedynie walor deklaracyjny (art. 452 § 2 k.s.h.), natomiast rejestracja zwykłego podwyższenia wywołuje skutek konstytutywny (art. 441 § 4 k.s.h.), tzn. tworzy prawa udziałowe inkorporowane w dokumentach papierów wartościowych lub zapisane na rachunku papierów wartościowych

---

<sup>7</sup> M. Romanowski proponuje posługiwanie się wyłącznie pojęciem „kapitał warunkowy”, gdyż o wiele łatwiej uwypukla ono ową swoistość tego rodzaju gromadzenia kapitału przez spółki w tym sensie, że każda uchwała w przedmiocie podwyższenia jest w jakimś stopniu warunkowa, natomiast wyjątkowość regulacji art. 448-452 k.s.h. przejawia się poprzez jego tryb oraz zamknięty krąg jego adresatów; zob. M. Romanowski, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego*, Warszawa 2004, s. 77.

w przypadku zdematerializowanej formy obrotu w ramach rynku regulowanego (giełda);

c) nabycie wszak praw udziałowych w ramach kapitału warunkowego następuje dopiero w chwili wydania (zapisu na rachunku) uprawnionemu dokumentów akcji (zob. art. 452 § 2 k.s.h.), będącego skutkiem poprzedniego oświadczenia subskrybenta o zamianie obligacji na akcje;

d) w chwili zgłoszenia uchwały o warunkowym podwyższeniu musi ona „jedynie” określać jego wartość nominalną, która stanowi maksymalny próg dopuszczalnego podwyższenia kapitału zakładowego<sup>8</sup>.

### **3. Cel, warunek oraz zmiana statutu w ramach kapitału warunkowego**

Zgodny jest pogląd<sup>9</sup>, że podjęcie uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego w innym celu niż przyznanie praw do objęcia akcji posiadaczom skonkretyzowanych papierów wartościowych lub określonych wierzytelności (wierzytelności z tytułu nabytych uprawnień do zysku przez członków zarządu lub rady nadzorczej, pracowników) w stosunku do spółki emitującej obligacje – skutkuje sankcją bezwzględnej nieważności takiej uchwały a sąd rejestrowy jest zobligowany odmówić jej rejestracji<sup>10</sup>.

Warunek jako swoisty predykat dookreślający całą instytucję (zdarzenie przyszłe i niepewne) rozumiany jest tutaj jako warunek z art. 89 k.c. – warunek potestatywny, tj. taki, którego wystąpienie zależne jest od woli

---

<sup>8</sup> Należy już w tym momencie wspomnieć, że nie wszystkie osoby uprawnione do zamiany akcji muszą skorzystać z przysługującego im uprawnienia, mogą przecież poprzestać na realizacji obligacyjnej wierzytelności „klasycznej”, polegającej na wykupie i umorzeniu obligacji przez emitenta, nie prowadząc tym samym do ingerencji w korporacyjne relacje emitenta.

<sup>9</sup> Tak. J. Frąckowiak, [w:] J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Popiołek, W. Pyziół, A. Witosz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 932 oraz M. Rodzynkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2006, s. 843 oraz S. Sołtysiński, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1111.

<sup>10</sup> Zob. art. 23 ustawy z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym dotyczący kognicji sądu rejestrowego.

jednej ze stron czynności prawnej (tutaj: obligatariusza), jednocześnie o charakterze zawieszającym<sup>11</sup>.

Kwestią sporną<sup>12</sup> natomiast jest skutek samej uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego oraz konsekwencje jej zarejestrowania w zakresie wskazania właściwego momentu zmiany statutu spółki. Opowiedzieć należy się za poglądem<sup>13</sup>, który nie traktuje ani rejestracji uchwały, ani samej uchwały o warunkowym podwyższeniu jako zmiany statutu spółki, która podwyższa tą drogą swój kapitał. Należy podkreślić, że w toku zwykłego podwyższenia kapitału oświadczenie o objęciu akcji następuje **przed rejestracją uchwały** w sprawie podwyższenia kapitału, natomiast w przypadku warunkowego podwyższenia oświadczenie o objęciu akcji następuje tylko i wyłącznie **po zarejestrowaniu** uprzedniej uchwały w przedmiocie warunkowego podwyższenia. Brzmienie art. 451 § 2 k.s.h jest tym samym nieprecyzyjne, gdyż mówi jedynie, że zarząd wyda dokumenty akcji po zarejestrowaniu warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (sam już ten fakt świadczy o tym, iż wykluczona jest możliwość wydania akcji przed rejestracją podwyższenia, jak zdaje się sugerować S. Sołtysiński<sup>14</sup>). Decydujące znaczenie w przypadku warunkowego podwyższenia kapitału ma nie uchwała w jego przedmiocie i jej rejestracja, ale samo podwyższenie. Ono natomiast związane jest

---

<sup>11</sup> Tak. A. K i d y b a, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Lex 2007, s. 824 oraz M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 75.

<sup>12</sup> Za potraktowaniem rejestracji uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego jako zmiany statutu opowiedzieli się: W. O p a l s k i, [w:] K. K r u c z a l a k, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001, s. 733 oraz S. S o ł t y s i ń s k i, [w:] S. S o ł t y s i ń s k i, A. S z a j k o w s k i, A. S z u m a ń s k i, J. S z w a j a, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1216-1217; ostatni z autorów argumentuje, że z chwilą rejestracji uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego ulega zmianie treść uprawnień akcjonariuszy poprzez choćby wyłączenie ich ustawowego prawa poboru – które to wyłączenie jest obligatoryjne i wynika wprost z art. 23 ustawy o obligacjach oraz fakt, iż wniosek przeciwny – że uchwała taka nie stanowiłaby zmiany statutu – prowadziłby do naruszenia bezpieczeństwa obrotu, poprzez możliwość wydawania i obejmowania akcji emitowanych w tym trybie przed jej rejestracją (brak kontroli sądu rejestrowego).

<sup>13</sup> Tak zdecydowanie: M. R o d z y n k i e w i c z, *Kodeks...*, s. 815 oraz M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 367 i nast.

<sup>14</sup> S. S o ł t y s i ń s k i, [w:] S. S o ł t y s i ń s k i, A. S z a j k o w s k i, A. S z u m a ń s k i, J. S z w a j a, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1216.

z trybem, w jakim osoby uprawnione składają oświadczenie o objęciu akcji, wskutek złożenia którego zarząd jest zobligowany do wydania im dokumentów akcji, z którym to momentem dochodzi do dwóch kluczowych, jurydycznie najdonioślejszych, konsekwencji: nabycia praw z tych akcji oraz definitywnego podwyższenia kapitału zakładowego. Nie można zapominać, że *de lege lata* ważna i zarejestrowana uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego jest warunkiem *sine qua non* późniejszego – warunkowego – objęcia akcji przez podmioty uprawnione, nie mniej nie można jej jako takiej uznać za zmieniającą statut, gdyż w chwili jej podjęcia jak i, co więcej, w chwili jej rejestracji nikt akcji nie objął, więc nie wiadomo nawet, jaka to zmiana statutu miałaby nastąpić. Dobitniej dostrzec można tę subtelność w sytuacji, gdy żadna z akcji w kapitale warunkowym nie zostanie objęta, trudno bowiem w takim przypadku mówić o jakiegokolwiek zmianie. Tak więc dopiero z momentem wydania uprawnionemu akcji można ostatecznie ustalić nominalną kwotę podwyższenia, tym samym uznać ten definitywny moment za zmianę statutu spółki (oczywiście mając na uwadze fakt, że kolejne akcje w kapitale warunkowym, jeżeli takowe istnieją, mogą być nadal obejmowane, a wraz z wydawaniem ich dokumentów statut ulegać będzie dalszym zmianom).

### **III. Obligacje zamienne na akcje oraz realizacja ucieleśnionych w nich praw**

#### **1. Obligacja – jako dłużny papier wartościowy**

Zgodnie z normatywną definicją wynikająca z art. 4 ust. 1 ustawy o obligacjach „obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.”

Swoje zobowiązanie emitent wykonuje zgodnie z treścią obligacji oraz warunkami ich emisji (określonymi w uchwale o emisji obligacji).

Przedmiotem zobowiązania emitenta może być: świadczenie pieniężne lub niepieniężne; może ono mieć także odpowiednio charakter mieszany. Rodzaj świadczeń determinuje z oczywistych względów sposób ich wykonania. Świadczenia pieniężne charakteryzują się swoją jednorodno-



ścią<sup>15</sup> i sprowadzają się do wypłaty obligatariuszowi określonej sumy pieniężnej. Głównym świadczeniem pieniężnym jest tutaj kwota będąca odpowiednikiem wartości nominalnej obligacji – a jego realizacja następuje poprzez wykup. Świadczenie uboczne przyjmuje najczęściej postać określonej stopy oprocentowania (odsetki) czy sprzedaży z dyskontem (po cenie emisyjnej niższej od wartości nominalnej obligacji zapewniającej zysk poprzez wykup po cenie nominalnej).

W opozycji do świadczeń pieniężnych – świadczenia niepieniężne charakteryzują się niejednorodnością determinowaną przedmiotem każdorazowego świadczenia<sup>16</sup>. Przed nowelizacją ustawy o obligacjach z 2000 r. art. 4 ust. 4 *expressis verbis* definiował świadczenia niepieniężne możliwe do inkorporowania w obligacjach: prawo do udziału w przyszłych zyskach emitenta (obligacje partycypacyjne), prawo do zamiany obligacji na akcje spółki będącej emitentem obligacji (obligacje zamienne) oraz prawo pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji spółki będącej emitentem tychże obligacji (obligacje z prawem pierwszeństwa)<sup>17</sup>. Pomimo uchylenia tego przepisu w piśmiennictwie podnosi się<sup>18</sup>, że powyższe świadczenia nadal są uznawane za świadczenia niepieniężne zdolne do inkorporowania w obligacjach.

Regulacja świadczeń w ustawie o obligacjach nie ogranicza emitentów wyłącznie do inkorporowania w ramach obligacji świadczeń określonych w samej ustawie, także i niepieniężnych. Na podstawie art. 353<sup>1</sup> k.c.

---

<sup>15</sup> Zob. Z. Radwański, *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2003, s. 54 i nast. W. Czachórski, *Zobowiązania – zarys wykładu*, PWN Warszawa 1983, s. 63 i nast.

<sup>16</sup> Zob. L. Sobolewski, *Obligacje zamienne – nowy instrument na rynku kapitałowym*, PPH 2007, nr 2, s. 1 i nast.; I. Weiss, *Sposoby wykonania zobowiązań wynikających z obligacji*, Prawo Spółek 2005, nr 3.

<sup>17</sup> Ustawa reguluje nadal emisję obligacji zamiennych (art. 20) czy obligacji z prawem pierwszeństwa (art. 22) oraz wymienia jeszcze w art. 23a ust.1 obligacje przyznające obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta, np. z całości przychodów z przedsięwzięć, które sfinansowano ze środków uzyskanych z emisji tych obligacji. (obligacje przychodowe).

<sup>18</sup> L. Sobolewski, *Obligacje zamienne...*, s. 1 i nast.; z drugiej strony przedstawiono pogląd odmawiający np. obligacjom partycypacyjnym charakteru świadczenia niepieniężnego, skoro wykonywane są poprzez wypłatę określonej sumy pieniężnej, stanowiącej udział w zysku emitenta, tak: L. Kosiowski, M. Stępniewski, *Ustawa o obligacjach po nowelizacji*, PPW 2000, nr 1, s. 21.

emitentowi przysługuje w tym względzie swoboda ograniczona wyłącznie: własnością (naturą) stosunku prawnego obligacji, ustawą oraz zasadami współżycia społecznego. Dla przykładu: świadczenia mogą tu przybrać formę zapewnienia dostaw towarów, świadczenia usług. Możliwa jest także realizacja za pomocą obligacji komunalnych zobowiązań obligatariuszy wobec gminy, np. z tytułu podatków i opłat samorządowych<sup>19</sup>.

Termin wykonania zobowiązań ciężących na emitencie określony jest w treści obligacji i warunkach jej emisji (art. 5 ust. 1 pkt 4a i pkt 7 oraz art. 5b ustawy o obligacjach). Terminy te zróżnicowane są w zależności od charakteru obligacji, tzn. od tego, czy są krótkoterminowe, średnioterminowe lub długoterminowe oraz od tego, czy odnoszą się do świadczenia głównego czy ubocznego, pieniężnego lub niepieniężnego. Wszystkie te świadczenia uzależnione są od tzw. terminu zapadalności obligacji<sup>20</sup>, który przy obligacjach krótkoterminowych wynosi mniej niż 1 rok, średnioterminowych – od 1 roku do lat 10, długoterminowych – powyżej 10 lat. Konkludując, pieniężne świadczenia główne z obligacji spełniane są poprzez wykup w ich terminach zapadalności. Spełnienie świadczeń niepieniężnych następuje w terminach określonych w treści obligacji oraz warunkach emisji.

## **2. Specyfika obligacji zamiennych na akcje**

Jak już wspomniano, obligacje zamienne na akcje są szczególnego rodzaju papierem wartościowym, w ramach którego formuje się stosunek zobowiązaniowy, gdzie dłużnik (spółka emitent) zobowiązuje się do dwóch świadczeń: pieniężnego (wykupu obligacji po cenie nominalnej) albo niepieniężnego (zamiana obligacji na akcje po przeliczeniu, którego zasady określone są w uchwale o emisji obligacji zamiennych). Wybór świadczenia należy do obligatariusza, a ten kieruje się tutaj tylko i wyłącznie kryterium ekonomicznym związanym z wyceną obligacji opartą o metodę: konwersji (wartość obligacji zamiennej traktowanej jako akcja emitenta) lub metodę długu (wartość obligacji zamiennej traktowanej jako dług). Obligatariusz liczy w takim wypadku na tak znaczny wzrost kursu akcji

---

<sup>19</sup> Zob. I. Weiss, *Sposoby...*, s. 4.

<sup>20</sup> Tamże.

spółki, która wyemitowała obligacje, iż okaże się on (kurs) znacznie korzystniejszy od nominalnej kwoty obligacji (wraz z ewentualnymi odsetkami lub dyskontem)<sup>21</sup>. Oczywiście kurs taki może uplasować się znacznie poniżej oczekiwań uprawnionego i w takim wypadku realizacja świadczenia pieniężnego (wykup obligacji przez emitenta) okaże się najkorzystniejsza. Stąd zamiana obligacji na akcje jest uprawnieniem, a nie obowiązkiem obligatariusza.

Dokonując wyboru zamiany obligacji na akcje, obligatariusz składa stosowne oświadczenie (art. 451 § 1 k.s.h.) spółce – emitentowi, która uprzednio podjęła uchwałę o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego<sup>22</sup>. Oświadczenie to jest równoznaczne z oświadczeniem o objęciu akcji. W przypadku obligatariusza obligacji zamiennych dochodzi tu do swoistej konwersji obligacji, czyli papierów wartościowych inkorporujących wierzytelność na akcje, czyli papiery wartościowe inkorporujące inne prawa niż wierzytelność – prawa udziałowe w spółce akcyjnej.

Powyższa wewnętrzna struktura obligacji zamiennych generuje następujące zagadnienia: uznanie zobowiązania emitenta za zobowiązanie przemienne w rozumieniu art. 365 k.c., charakter prawny wkładu obligatariusza za obejmowane akcje oraz podstawy prawnej dla konwersji długu na kapitał dokonywanej przez uprawnionego z obligacji zamiennej w ramach procedury warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego.

### **2.1. Zobowiązanie emitenta jako zobowiązanie przemienne (art. 365 k.c.)**

Emitent (dłużnik) wykonuje ciężące na nim, z mocy dokumentu obligacji zamiennej, zobowiązanie przez spełnienie jednego z dwóch świadczeń podstawowych: pieniężnego lub niepieniężnego, zależnie od żądania obligatariusza (wierzyciela), w określonym terminie. Zobowiązanie emitenta można tym samym przyrównać do *sui generis* zobowiązania przemien-

---

<sup>21</sup> Zob. A. K i d y b a, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 828 i nast. oraz M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 231 i nast.

<sup>22</sup> Jak już zaznaczyłem uprzednio, jest to doskonały moment na wykazanie ząębienia się obu instytucji, czyli funkcji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego jako mechanizmu (wyłącznego) umożliwiającego realizację praw obligatariuszy do zamiany ich obligacji na akcje, w przypadku wyboru świadczenia niepieniężnego inkorporowanego w obligacji.

nego<sup>23</sup> z art. 365 k.c. Prawo wyboru świadczenia przez uprawnionego z obligacji wpływa zasadniczo na istotę zobowiązania emitenta. W ramach bowiem zobowiązania przemiennego funkcjonuje jedna wierzytelność i jeden dług, który zaspokojony może być poprzez spełnienie dwóch odmiennych, ale równorzędnych świadczeń<sup>24</sup>. Poprzez wykonanie zobowiązania (stosownie do wyboru obligatariusza; bezskuteczny natomiast upływ terminu do zamiany obligacji na akcje określony w uchwałach o emisji obligacji zamiennych oraz warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego jest równoznaczny z wyborem przez uprawnionego świadczenia pieniężnego) następuje konkretyzacja świadczenia. Jak stanowi art. 365 § 1 *in fine* – wybór świadczenia (w zobowiązaniu przemiennym) należy do dłużnika, chyba że z czynności prawnej, ustawy lub okoliczności wynika, iż uprawnionym do wyboru jest wierzyciel.

Konstrukcja obligacji zamiennych jako papierów wartościowych oraz mechanizm ich realizacji w ramach kapitału warunkowego sprawiają, że zamianę obligacji na akcje uzależniają od złożenia oświadczenia o zamianie przez obligatariusza (art. 20 ust. 7 ustawy o obligacjach w zw. z art. 448 § 2 i art. 451 § 1 k.s.h.). Pozostaje to w zgodzie także z brzmieniem art. 365 § 2 zd. 1 k.c. który wymaga, aby wyboru uprawniony (tutaj: wierzyciel) dokonał w formie pisemnej (art. 437 § 1 k.s.h w zw. z art. 453 § 1 k.s.h – zapisu na akcje dokonuje się na specjalnym formularzu przygotowanym przez spółkę).

Bezpośrednie zastosowanie natomiast znajdzie art. 365 § 3 k.c., stosownie do którego druga strona (w tym wypadku emitent) może wyznaczyć stronie uprawnionej (obligatariuszowi) odpowiedni termin w celu dokonania wyboru, po bezskutecznym upływie którego uprawnienie do dokonania wyboru przechodzi na emitenta. W praktyce<sup>25</sup> emitent zastrze-

---

<sup>23</sup> Tak. M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 231 i nast. oraz M. G u t o w s k i, *Umoowa opcji*, Kraków 2003, s. 169-170.

<sup>24</sup> Nie można natomiast zgodzić się z poglądem, że świadczenie niepieniężne w ramach obligacji zamiennej jest świadczeniem podstawowym, wobec którego świadczenie pieniężne pełni rolę jedynie zastępczą, tak.: B. P t a k, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, s. 472. Istotą obligacji zamiennej jest przecież wybór uprawnionego co do dwóch równorzędnych prawnie świadczeń, tak natomiast M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 235.

<sup>25</sup> Za: M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 234.

ga sobie często prawo wykupu obligacji przed terminem ich zapadalności po określonej cenie, gdyby obligatariusz nie skorzystał z prawa zamiany. Warunki natomiast wykupu wcześniejszego są tak skonstruowane, aby jednak zachęcić obligatariusza do zamiany obligacji na akcje, tzn. by zysk w ramach świadczenia pieniężnego był niższy niż w przypadku wykonania prawa zamiany.

Warto także zaznaczyć, że w przypadku opóźnienia się (a więc niezależnie, czy w następstwie okoliczności, za które emitent ponosi odpowiedzialność, czy nie,) przez emitenta ze spełnieniem świadczenia niepieniężnego (dotyczy to także problemu świadczenia niemożliwego do spełnienia) na podstawie art. 24 ust. 4 ustawy o obligacjach, na żądanie obligatariusza następuje przekształcenie tego świadczenia w świadczenie pieniężne. Funkcja tego przepisu jest jednoznaczna – ochrona interesów obligatariusza na wypadek, gdyby jedno ze świadczeń wybranych przez niego nie zostało spełnione. Roszczenie oparte na art. 24 ust. 4 jest roszczeniem, które dotyczy świadczenia zastępczego wobec pierwotnego, które przemienia się właśnie w tym przypadku w roszczenie odszkodowawcze. Roszczenie to musi mieć jednak charakter całkowicie antonimiczny wobec dwóch świadczeń „pierwotnych”, gdyż zasady przeliczania wartości takiego świadczenia pieniężnego – odszkodowawczego muszą dodatkowo określać warunki emisji. (zob. art. 24 ust. 4 zd. 2 ustawy o obligacjach).

## **2.2. Charakter prawny wkładu obligatariusza obligacji zamiennych w zamian za akcje**

Na gruncie ustawy o obligacjach jeszcze przed uchwaleniem obecnego kodeksu spółek handlowych wątpliwości budził charakter prawny wkładu obligatariusza wnoszonego w zamian za akcje – a więc wkładu pieniężnego lub niepieniężnego. Na krótko rozstrzygnięcie tej kwestii nastąpiło wraz z nowelizacją ustawy o obligacjach z 2000 r., a konkretnie art. 21 ust. 3, który bezpośrednio stanowił, że podwyższenie kapitału akcyjnego w wyniku złożenia oświadczenia o zamianie obligacji na akcje uważa się za dokonane przez wniesienie wkładu pieniężnego. Wraz z wejściem w życie kodeksu spółek handlowych przepis ten został uchylony, a zasadniczego znaczenia w tym względzie nabrał art. 449 § 2 k.s.h., który stanowi, że do wkładów wnoszonych przez obligatariuszy obligacji zamiennych nie

stosuje się przepisów dotyczących wkładów niepieniężnych. Reguły wykładni pozwalają na dwa wnioski wypływające z takiego brzmienia przepisu. Pierwszy, że są to wkłady niepieniężne, gdyż jeżeli miałyby charakter pieniężny, ustawodawca nie musiałby wprowadzać przepisu o takim brzmieniu ze względów logicznych. Drugi, że są pieniężne z mocy literalnego brzmienia tegoż artykułu.

Świadczenie pieniężne wnoszone pierwotnie przez obligatariusza na pokrycie obligacji jest jedynie „pożyczką” udzieloną spółce w ramach jej kredytowania. Nie powinno się go uznawać za wkład poczyniony przez obligatariusza *ex ante* na poczet kapitału zakładowego<sup>26</sup>. Drogą emisji obligacji zamiennej uzyskuje on jedynie i aż opcję – prawo do nabycia akcji w zamian za obligacje, nie musi z niej przecież skorzystać w przyszłości.

Za uznaniem wkładu obligatariusza<sup>27</sup> za pieniężny przemawia koncepcja uproszczonej procedury wnoszenia wkładów pieniężnych (wyłączająca obligatoryjne badanie wkładu przez biegłego). Z drugiej jednak strony, absurdalną z punktu widzenia ekonomicznego byłaby teza, zgodnie z którą spółka dokonywałaby na rzecz obligatariusza świadczenia pieniężnego, a ten uzyskane tą drogą środki przeznaczał z powrotem na pokrycie kapitału zakładowego. Klóciłoby się to z naturą obligacji zamiennej jako „taniego” źródła pozyskania kapitału przy założeniu emitenta, że świadczenie wynikające z obligacji zostanie spełnione raczej poprzez zamianę obligacji na akcje (co *de facto* „nic” nie kosztuje emitenta, abstrahując od antycypowanego, ewentualnego obowiązku wypłaty dywidendy „nowemu” członkowi korporacji), a nie zapłatę sumy pieniężnej. Zwrot bowiem tak uzyskanych środków pieniężnych rodziłby konieczność wspomagania emitenta poprzez kolejne zewnętrzne źródła finansowania, choćby w postaci kredytu. W pewnym momencie zagubiony zostałby „ekonomiczny” sens tych instrumentów finansowych<sup>28</sup>. Tak więc względy natury funkcjonalnej winny przemawiać za uznaniem wkładu obligatariusza za niepieniężny.

---

<sup>26</sup> Tak: J. Frąckowiak, [w:] J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Popiołek, W. Pyziół, A. Witosz, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 939-940, przeciwko: M. Romanowski, *Warunkowe...*, s. 236 i nast.

<sup>27</sup> B. Ptak, *Ustawa o obligacjach...*, s. 475-479 oraz Z. Bielecka, M. Wierzbowski, *Papiery dłużne – zagadnienia praktyczne*, Warszawa 1998, s. 52.

<sup>28</sup> Tak zdecydowanie M. Romanowski, *Warunkowe...*, s. 236 i nast.

Praktyczny wymiar tego zagadnienia sprowadzał się do konieczności poddania wkładów niepieniężnych badaniu biegłego rewidenta, która to kwestia pozostaje obojętna wobec aktualnego brzmienia art. 449 § 2 k.s.h.

### **2.3. Podstawa prawna konwersji długu na kapitał w przypadku wkładu obligatariusza obligacji zamiennych**

Podwyższenie kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji na akcje dochodzi do skutku z wykorzystaniem instytucji konwersji długu na kapitał zakładowy.

Należy podnieść, że konwersja dokonywana w przypadku zamiany obligacji na akcje nie znajduje swojej podstawy w cywilnoprawnej konstrukcji potrącenia (art. 498 k.c. i nast.), gdyż wierzytelności spółki emitenta oraz obligatariusza nie stanowią wierzytelności pieniężnych oraz rzeczy tej samej jakości oznaczonych co do gatunku<sup>29</sup>. Jak wykazuje słusznie M. Romanowski<sup>30</sup> – obowiązek emitenta do zamiany obligacji na akcje jest wykonaniem zobowiązania wypływającym ze stosunku prawnego powstałego w wyniku emisji obligacji. Spółka nie ma tutaj roszczenia wobec obligatariusza o pokrycie akcji w drodze wkładu, gdyż, moim zdaniem, wierzytelnością spółki emitenta było roszczenie o zapłatę z tytułu wykupienia przez obligatariusza obligacji, a ono spełnione zostało tuż przed jej wydaniem. Oświadczenie natomiast obligatariusza o objęciu akcji jest tutaj „jedynie” etapem w sekwencji zdarzeń prawnych prowadzących do definitywnego podwyższenia kapitału zakładowego z etapu podwyższenia warunkowego. Instytucja potrącenia wymaga dla swojej skuteczności istnienia dwóch wierzytelności przeciwstawnych, gdy dwie osoby są względem siebie dłużnikiem i wierzycielem jednocześnie (np. umowa wzajemna). Uznanie, że – składając oświadczenie o objęciu akcji – spółka nabywa kolejną (wszakże pierwszą była wierzytelność z tytułu zapłaty ceny obligacji) naruszałoby klasyczną równowagę stron stosunku zobowiązaniowego (jednego i ciągle tego samego) pomiędzy emitentem a uprawnionym z obligacji zamiennej, wpłatając w nią kolejną wierzytelność (po stronie emitenta), podczas gdy dla dotychczasowego wierzyciela wza-

---

<sup>29</sup> Szerzej na temat potrącenia, zob. M. P y z i a k - S z a f n i c k a, *Potrącenie w prawie cywilnym*, Kraków 2002.

<sup>30</sup> M. R o m a n o w s k i, *Warunkowe...*, s. 238 i nast.

jemnego (obligatariusza) powstałby nowy dług (o pokrycie akcji), w sytuacji gdy nie została zaspokojona jeszcze jego pierwotna wierzytelność (o zamianę obligacji na akcje).

Abstrahując jednak od powyższych rozważań, nawet w przypadku opowiedzenia się za koncepcją nowej wierzytelności po stronie spółki – emitenta, porównanie obu wierzytelności przedstawianych do potrącenia (wierzytelność o pokrycie akcji – pieniężna i wierzytelność o zamianę – niepieniężna) pozwala przyjąć, że potrącenie kodeksowe jest tutaj wykluczone. Pozostaje opowiedzieć się za koncepcją swoistej konwersji długu na kapitał, ale bez jej cywilnoprawnej podstawy<sup>31</sup>.

#### **IV. Podsumowanie**

Porządkując regulację dotyczącą realizacji praw z obligacji w ramach procedury podwyższania kapitału zakładowego, należałoby odtworzyć następującą kolejność podejmowanych czynności:

- a) powzięcie uchwał na podstawie art. 448 i 449 k.s.h. oraz art. 20 ustawy o obligacjach,
- b) zgłoszenie warunkowego podwyższenia do rejestru (art. 450 § 1 k.s.h.),
- c) rejestracja uchwały,
- d) ogłoszenie treści uchwały,
- e) objęcie akcji przez uprawnionych,
- f) wniesienie wkładów (art. 449 § 2 i 3 oraz art. 451 § 3 k.s.h.),
- g) wydanie dokumentów akcji (art. 451 § 2 w zw. z art. 452 § 1 k.s.h.),
- h) zgłoszenie wykazu osób i objętych przez nich akcji do sądu rejestrowego (art. 452 § 2-4 k.s.h.).

---

<sup>31</sup> Tak z uwagami L. Biedecki, *Zamiana obligacji na akcje w świetle przepisów Kodeksu spółek handlowych*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 10, s. 32 oraz M. Romanowski, *Warunkowe...*, s. 239.