

# Ustawa o obligacjach. Komentarz

Przejdź do produktu na [ksiegarnia.beck.pl](https://ksiegarnia.beck.pl)

# Ustawa o obligacjach

z dnia 15 stycznia 2015 r. (Dz.U. z 2015 r. poz. 238)

Tekst jednolity z dnia 13 stycznia 2022 r. (Dz.U. z 2022 r. poz. 454)<sup>1</sup>

## Rozdział 1. Przepisy ogólne

**Literatura:** *R. Biskup*, Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne, Bydgoszcz–Lublin 2003; *A. Chłopecki*, w: *A. Szumański* (red.) Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego, t. 19, Warszawa 2006; *M. Godlewski*, Nabycie akcji zdematerializowanych od nieuprawnionego, Warszawa 2021; *J. Jastrzębski*, Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, Warszawa 2009; *J. Kropiwnicki*, Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2010; *J. Krzyżkowska*, *A. Piskorz*, *B. Stępień*, *P. Szpytka*, Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków, Warszawa 2015; *E. Łętowska*, Ochrona niektórych praw konsumentów, Warszawa 2001; *M. Michalski*, Dojście emisji papierów wartościowych do skutku na przykładzie emisji obligacji, Zeszyty Prawnicze UKSW 2011, Nr 11(2); *A. Mituś*, Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa krajowego, w: *T. Kocowski*, *K. Marak* (red.), Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2014, Nr 362; *K. Pietrzykowski* (red.), Kodeks cywilny. Komentarz, t. I, 2015; *Z. Radwański*, *A. Olejniczak*, Zobowiązania – część ogólna, Warszawa 2010; *M. Romanowski*, w: *A. Szumański* (red.), Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego, t. 18, Warszawa 2010; *L. Sobolewski* (red.), Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 1999; *T. Sójka*, w: *T. Sójka* (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Warszawa 2015; *M. Spyra*, Prawo papierów wartościowych, Rządowe Centrum Legislacji, Seria A, Raporty, z. 1, Warszawa 2000; *A. Stelmachowski*, w: *T. Dybowski* (red.), System Prawa Prywatnego, t. 3, Prawo rzeczowe, Warszawa 2003; *A. Stokłosa*, *S. Syp*, Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2020; *A. Szumański* (red.), Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego, t. 18, Warszawa 2010; *A. Szumański* (red.), Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego, t. 19, Warszawa 2006; *A. Wach*, Klauzula arbitrażowa przez odesłanie, PS 2005, Nr 1; *A. Wejman*, w: *F. Zoll* (red.), Podstawy prawa bankowego, Kielce 2003; *M. Wierzbowski*, *J. Róg-Dyrda*, w: *M. Wierzbowski* (red.), Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2015, 2019; *M. Wierzbowski*, *Z. Famirski*, w: *M. Wierzbowski*

---

<sup>1</sup> Tekst jednolity ogłoszono dnia 24.02.2022 r.

ski (red.), Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2019; M. Wierzbowski (red.), Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2019; M. Wiśniewski, Obligacje podporządkowane, wieczyste i przychodowe w Polsce – próba oceny ekonomicznych skutków nowelizacji ustawy o obligacjach, RPEiS 2016, z. 1; K. Włodarska, Blokada rachunku papierów wartościowych jako sposób zabezpieczenia wierzytelności, Kraków 2005; S. Włodyka, Prawo papierów wartościowych, Warszawa 2004; R. Woźniak, Moment powstania obligacji – uwagi na tle emisji obligacji zdematerializowanych, PPH 2016, Nr 4; R. Woźniak, Ustawa o obligacjach, Warszawa 2015; K. Zacharzewski, w: M. Stec (red.), System Prawa Handlowego, t. 4. Prawo instrumentów finansowych, Warszawa 2016; F. Zoll, Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem prawa papierów wartościowych, Warszawa 2004.

## Art. 1. [Zakres regulacji]

**Ustawa określa zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji.**

### Spis treści

|  | Nb |
|--|----|
| 1. Wstęp . . . . .   | 1  |
| 2. Zakres przedmiotowy . . . . .   | 2  |
| 3. Systematyka ustawy . . . . .  | 3  |
| 4. Regulacje zawarte w innych przepisach . . . . .                       | 4  |
| 5. Szczególne rodzaje obligacji . . . . .                                | 5  |
| 6. Regulacje z uwagi na podmiot emitujący . . . . .                      | 6  |
| 7. Odpowiednie zastosowanie przepisów prawa rynku kapitałowego . . . . . | 7  |
| 8. Obligacje Skarbu Państwa i NBP . . . . .                              | 8  |
| 9. Obligacje zdematerializowane . . . . .                                | 9  |
| 10. Pozostałe wyłączenia . . . . .                                       | 10 |

**1 1. Wstęp.** Ustawa o obligacjach jest podstawowym źródłem prawa dotyczącego obligacji. Weszła w życie 1.7.2015 r. Zastąpiła ona obowiązującą wcześniej, wielokrotnie nowelizowaną ustawę z 29.6.1995 r. o obligacjach (t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 730 ze zm.).

**2 2. Zakres przedmiotowy.** Przepis art. 1 ObligU określa zakres przedmiotowy ustawy. Ponieważ jest to jednostka redakcyjna aktu normatywnego, zatem (zgodnie z zasadą *lex imperat non docet*) zwrot, zgodnie z którym ObligU określa „zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji”, należy rozumieć nie tyle jako informację o treści ustawy, ile jako nakaz stosowania ObligU do wymienionych zagadnień, w takim zakresie, w jakim nie regulują ich przepisy szczególne innych ustaw.

**3. Systematyka ustawy.** Jeśli chodzi o systematykę, ObligU zawiera 3 następujące zagadnienia: przepisy ogólne (Rozdział I, art. 1–16), przy czym z dniem 1.7.2019 r. uchylono jej art. 9–11, szczegółowe określenie rodzajów obligacji (Rozdział II, art. 17–27), zasady zabezpieczania obligacji (Rozdział III, art. 28–31), zasady dotyczące procesu emisyjnego (Rozdział IV, art. 32–45), zgromadzenie obligatariuszy (Rozdział V, art. 46–73), realizacja zobowiązań z obligacji (Rozdział VI, art. 74–76), przy czym z dniem 1.7.2019 r. został uchylony art. 77, kwestie instytucji banku – reprezentanta (Rozdział VII, art. 78–86), zasady odpowiedzialności karnej (Rozdział VIII, art. 87–98) oraz przepisy zmieniające, jeden przepis przejściowy i przepisy końcowe (Rozdział IX, art. 99–112).

**4. Regulacje zawarte w innych przepisach.** Poza ObligU znajduje się 4 szereg przepisów dotyczących jej przedmiotu lub ściśle z nią związanych, w tym w szczególności:

- 1) Istotne znaczenie mają przepisy KSH w przypadku obligacji emitowanych przez spółki handlowe. W szczególności są to: przepisy art. 146 § 2 pkt 6 KSH odnośnie do zgody komplementariuszy na emisję obligacji przez spółkę komandytowo-akcyjną, art. 300<sup>81</sup> pkt 4 oraz art. 300<sup>98</sup> § 2 pkt 3 KSH odnośnie do emisji przez prostą spółkę akcyjną obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa, art. 393 pkt 3, art. 415 § 1, art. 448 § 1 pkt 1, art. 449 § 2 KSH odnośnie do emisji przez spółkę akcyjną obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa oraz art. 580 KSH odnośnie do zachowania praw obligatariuszy w razie przekształcenia się przez spółkę kapitałową-emitenta w inną spółkę kapitałową.
- 2) Przepisy art. 425d PrUpad odnośnie do przypadku, gdy upadły był emitentem obligacji, a dla zabezpieczenia praw z obligacji ustanowiono zabezpieczenie na nieruchomości, na której realizowane jest przedsięwzięcie deweloperskie, oraz art. 483–491 PrUpad odnośnie do postępowania w razie ogłoszenia upadłości podmiotu emitującego obligacje, jeżeli dla zabezpieczenia praw z obligacji ustanowiono zabezpieczenie na majątku emitenta.
- 3) Artykuł 362–367 PrRestr odnośnie do postępowania restrukturyzacyjnego prowadzonego wobec emitentów obligacji (por. art. 4 PrRestr odnośnie do zakresu podmiotowego tej ustawy). Przepisów tych nie stosuje się jednak w przypadku otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego wobec emitenta obligacji przychodowych, jeżeli emitent w treści

obligacji ograniczył swoją odpowiedzialność do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia (art. 362 § 2 PrRestr).

- 4) Przepisy art. 14 ust. 4, art. 23 ust. 3, art. 34, art. 37–38 RestrZakZdrU w odniesieniu do obligacji emitowanych w toku restrukturyzacji publicznych zakładów opieki zdrowotnej, z tym że do emisji tych obligacji nie stosuje się art. 74 ust. 5 i art. 78 ObligU (art. 37 ust. 4 RestrZakZdrU).
- 5) Przepisy art. 12–17 PorGwU w odniesieniu do udzielania przez Skarb Państwa poręczenia lub gwarancji spełnienia przez emitenta świadczeń pieniężnych wynikających z wyemitowanych przez niego obligacji.
- 6) Przepis art. 31 PPM w odniesieniu do wskazania prawa właściwego dla zobowiązań z obligacji.

**5 5. Szczególne rodzaje obligacji.** Do ObligU odsyła art. 8 ust. 1 pkt 3 BankiHipU. Zgodnie z tym przepisem, w zakresie nieuregulowanym BankiHipU do zasad emisji, obrotu i wykupu hipotecznych listów zastawnych mają zastosowanie przepisy ObligU, z wyjątkiem przepisów art. 14, art. 31 ust. 1–3 i 6, art. 32, art. 74 ust. 2 i 3, art. 78–87 i art. 90 ObligU.

**6 6. Regulacje z uwagi na podmiot emitujący.** W wielu istotnych aspektach prawnych, dotyczących zwłaszcza emisji obligacji znaczenie mieć będą także przepisy regulujące poszczególne typy podmiotów uprawnionych do emitowania obligacji, w tym PrBank w odniesieniu do obligacji emitowanych przez banki czy też ustawy regulujące ustroj i finanse samorządu terytorialnego w odniesieniu do obligacji komunalnych.

**7 7. Odpowiednie zastosowanie przepisów prawa rynku kapitałowego.** W odniesieniu do obligacji będących przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczonych do obrotu zorganizowanego znajdują zastosowanie odpowiednie przepisy prawa rynku kapitałowego. W szczególności dotyczy to przepisów OfertaPublU oraz ObrInstrFinU.

**8 8. Obligacje Skarbu Państwa i NBP.** Z uwagi na wyraźne wyłączenie ustawowe, ObligU nie znajduje natomiast zastosowania w odniesieniu do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i NBP (por. komentarz do art. 3 ObligU).

**9 9. Obligacje zdematerializowane.** W związku z dematerializacją obligacji, do obligacji emitowanych od 1.7.2019 r. nie stosuje się przepisów odnoszących się do papierów wartościowych w formie dokumentowej, np. odnośnie do podpisu, przedłożenia dokumentu celem zapłaty, umorzenia dokumentu itp. Wyłącza to tym samym dopuszczalność stosowania tych przepisów KC, które odnoszą się do „dokumentu”, czy to w odniesieniu

do samej obligacji (por. art. 921<sup>6</sup>, 921<sup>8</sup>, 921<sup>10</sup>, 921<sup>12</sup>, 921<sup>14</sup> KC), czy też do znaków legitymacyjnych (kuponów odsetkowych) w postaci dokumentu (art. 921<sup>15</sup> KC). Natomiast z uwagi na tożsamość funkcjonalną papierów wartościowych w formie dokumentu i zdematerializowanych, do obligacji zdematerializowanych należy stosować te przepisy KC, które odnoszą się do skutku legitymacyjnego papierów wartościowych i zakresu zarzutów dłużnika (art. 921<sup>7</sup>, 921<sup>11</sup>, 921<sup>13</sup> KC), z tym że skutek legitymacyjny będzie związany nie z treścią lub posiadaniem dokumentu, ale z wpisem na rachunku papierów wartościowych.

10. **Pozostałe wyłączenia.** Ponadto ObligU nie znajduje również zasadniczo zastosowania do obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego i poręczanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa (art. 39 AutostrPłatneU). W przypadku tychże istnieje autonomiczna regulacja, przede wszystkim w art. 39p–39w AutostrPłatneU. Wyjątkowo do takich obligacji stosuje się art. 78–86 i 98 ObligU, w przypadku gdy obligacje nie zostaną zarejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. lub zagranicznej instytucji rozliczeniowej, która prowadzi działalność w zakresie rejestrowania papierów wartościowych, rozliczania lub rozrachunku transakcji zawieranych w obrocie papierami wartościowymi.

## Art. 2. [Emitenci]

Obligacje mogą emitować:

- 1) osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej:
  - a) prowadzące działalność gospodarczą lub
  - b) utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji,
- 2) osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw,
- 3) spółki komandytowo-akcyjne,
- 4) spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa,
- 5) gminy, powiaty oraz województwa, zwane dalej „jednostkami samorządu terytorialnego”, a także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej,
- 6) instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należą-

**cych do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji – zwane dalej „emitentami”.**

### Spis treści

|  | Nb |
|--|----|
| 1. Zdolność emisyjna .....   | 1  |
| 2. Emitenci obligacji .....  | 2  |
| 3. Kategorie emitentów .....   | 3  |
| 4. Nieważność czynności prawnych zmierzających do wyemitowania obligacji ..... | 4  |

**1 1. Zdolność emisyjna.** Artykuł 2 ObligU wprowadza w istocie, choć nie jako pojęcie języka prawnego, kategorię zdolności emisyjnej [M. Wierzbowski, J. Róg-Dyrda, w: M. Wierzbowski (red.), Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2019, Legalis, komentarz do art. 2, Nb 1]. Przez pojęcie zdolności emisyjnej w zakresie obligacji rozumieć należy zdolność do bycia podmiotem zobowiązanym w ramach stosunku prawnego, który może być ujawniony w szczególnych papierach wartościowych, jakimi są obligacje. Dla emisji obligacji nie wystarczy więc kompetencja generalna wynikająca z zasady swobody umów (art. 353<sup>1</sup> KC) oraz konstytucyjnej swobody działalności gospodarczej (art. 22 Konstytucji RP).

**2 2. Emitenci obligacji.** Można przypuszczać, że uzasadnieniem tego rozwiązania (tj. ograniczenie zdolności emisyjnej tylko do pewnych kategorii podmiotów) ma być potrzeba zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, a w szczególności ochrona potencjalnych obligatariuszy. *De lege ferenda* trafność takiej konstrukcji wydaje się wysoce dyskusyjna i raczej stanowi przejaw nadmiernego ograniczenia zasady swobody umów. W szczególności trudno racjonalnie uzasadnić przyznanie zdolności emisyjnej takim spółkom osobowym, jak spółki komandytowo-akcyjne, a odmówienie tej cechy innym handlowym spółkom osobowym, np. spółce komandytowej. Współczesny system prawny zapewnia bezpieczeństwo obrotu papierami wartościowymi głównie na mocy bardzo rozbudowanych regulacji prawa rynku kapitałowego. Dotyczy to w szczególności obowiązku prospektowego, innych obowiązków informacyjnych emitentów oraz regulacji wtórnego obrotu papierami warto-

ściowymi. Sama ObligU zawiera wiele unormowań mających na celu ochronę subskrybentów obligacji, których emisja nie podlega przepisom prawa rynku kapitałowego (art. 33 i n. ObligU), w szczególności kształtując rozległe obowiązki informacyjne ich emitentów.

3. **Kategorie emitentów.** Zgodnie z art. 2 ObligU emitentami obligacji 3 normowanych przepisami tej ustawy, a więc z wyłączeniem obligacji skarbowych i NBP, mogą być następujące podmioty:

- 1) **Osoby prawne, w tym mające siedzibę poza terytorium RP, prowadzące działalność gospodarczą.** Ustawodawca nie uzależnia przyznania zdolności emisyjnej od zakresu tej działalności ani też od tego, czy wykonywana jest jako główna forma aktywności danego podmiotu, czy też uboczna. Należy uznać to za trafne rozwiązanie legislacyjne. Niejednokrotnie rozstrzygnięcie, czy działalność gospodarcza stanowi zajęcie podstawowe, czy też nie, może nastroczać problemów. Tymczasem skutki pomyłki w tym zakresie oznaczałyby brak zdolności emisyjnej oraz nieważność wyemitowanych obligacji (art. 58 KC). Byłoby to zagrożeniem dla działalności obrotu. Przyjęte rozwiązanie oznacza, nawiasem mówiąc, że każdy polski bank ma zdolność emisyjną obligacji, gdyż każdy polski bank ma osobowość prawną (art. 2 PrBank). Prawo polskie *de lege lata* nie zna kategorii domu bankowego, który mógłby być prowadzony np. przez osobę fizyczną lub spółkę osobową. Natomiast w przypadku podmiotów obcych posiadanie zdolności emisyjnej zależy od tego, czy są osobami prawnymi. Paradoksalnym skutkiem tego rozwiązania jest, że renomowany bank prywatny, działający w formie spółki osobowej (dom bankowy) może nie posiadać zdolności emisyjnej, jeśli w świetle swojego statutu personalnego nie posiada osobowości prawnej. Równocześnie nawet niewielki bank spółdzielczy, nieposiadający żadnego doświadczenia w działalności na rynkach kapitałowych, zawsze będzie posiadał zdolność emisyjną. Innego rodzaju paradoksem jest okoliczność, że zdolność emisyjną mają zagraniczne podmioty tylko dlatego, że w świetle statutu personalnego traktowane są jako osoby prawne, np. każda francuska spółka osobowa (art. L210-1 i art. L210-6 KH franc.). Polscy przedsiębiorcy, korzystający z podobnych instytucji prawnych prawa polskiego i prowadzący przedsiębiorstwo o analogicznych rozmiarach, są też pozbawieni. Wskazuje to na niedopracowanie art. 2 ObligU pod względem legislacyjnym.
- 2) **Osoby prawne utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji.** Chodzi tutaj w szczególności o tzw. spółki specjalnego prze-



znaczenia utworzone wyłącznie w celu emisji obligacji zabezpieczonych na wniesionych do nich aktywach finansowych w ramach tzw. sekurytyzacji. Uprawnienia do przyszłych przepływów pieniężnych z niepięlnych aktywów (np. wierzytelności składających się na portfel kredytów bankowych) podlegają zamianie na jednorazową płatność pozyskaną z emisji obligacji zabezpieczonych na tych prawach. W celu ograniczenia ryzyka inwestorów nabywających takie obligacje ich emitentem nie jest sama instytucja finansowa (np. bank), lecz specjalnie utworzona w tym celu spółka zależna, do której wniesione zostają aktywa finansowe mające być przedmiotem zabezpieczania ustanowionego na rzecz obligatariuszy [A. Mituś, Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa krajowego, w: T. Kocowski, K. Marak (red.), Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2014, Nr 362, s. 299 i n.]. Dostrzegając celowość tej zmiany legislacyjnej, należy równocześnie zauważyć, że natura stosunku obligacyjnego (art. 353<sup>1</sup> KC) stać będzie na przeszkodzie emisji przez te spółki niektórych typów obligacji, w tym w szczególności obligacji wieczystych. Wyróżnienie tej kategorii podmiotów wynika, jak wskazano w uzasadnieniu do projektu ObligU, z chęci wyeliminowania wątpliwości co do możliwości zakwalifikowania ich działalności jako gospodarczej, a przede wszystkim uznania tej działalności za zorganizowaną i ciągłą.

- 3) **Osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw.** W tym kontekście należy wskazać, m.in., na Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz wojewódzkie fundusze ochrony środowiska (art. 401 ust. 5 PrOchrŚrod), Krajowy Ośrodek Wsparcia Rolnictwa (art. 15 ust. 2 KOWRU), Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (art. 22 ARiMRU), Polską Agencję Żeglugi Powietrznej (art. 15 PAŻPU). Nawiasem mówiąc, cechą wspólną większości przepisów odrębnych ustaw upoważniających do emisji obligacji jest, z reguły, wprowadzanie wymogu zgody właściwego ministra. Upoważnienie to, wprowadzone w celu ułatwienia pozyskania dodatkowych funduszy, jest jednak w praktyce na ogół niewykorzystywane.
- 4) **Spółki komandytowo-akcyjne.** Wątpliwość budzi wyposażenie przez ustawodawcę akurat tej kategorii przedsiębiorców w zdolność emisyjną. Nie chodzi oczywiście o to, żeby należało spółki komandytowo-akcyjne jej pozbawić. Natomiast ta kategoria uczestników obrotu nie wyróżnia się na tle innych spółek osobowych czy też podmiotów prawa ani szczególną wiarygodnością jako potencjalni emitenci, ani potrzebami

pozyskiwania kapitału, ani nałożonymi zadaniami ustawowymi. W doktrynie wyrażono nietrafny pogląd, jakoby zestawienie przepisów art. 2 pkt 1 i art. 2 pkt 3 ObligU budziło wątpliwości, czy zdolność emisyjną mają obce (przykład dotyczył niemieckich) spółki komandytowo-akcyjne, posiadające osobowość prawną (zob. *J. Krzyżkowska, A. Piskorz, B. Stępień, P. Szpytka*, Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków, Warszawa 2015, s. 23). Okoliczność, że ustawodawca w art. 2 pkt 3 ObligU nie powtórzył sformułowania „mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej” nie powinno być jednakże interpretowane jako odmowa uznania zdolności emisyjnej obcych osób prawnych, jeśli te spełniają kryteria wyrażone w art. 2 pkt 1 ObligU. Systematyka przepisów art. 2 ObligU wskazuje, że wolą ustawodawcy było wymienienie w poszczególnych jednostkach redakcyjnych różnych podmiotów posiadających zdolność emisyjną, nie zaś nałożenie na te podmioty obowiązku kumulatywnego spełnienia wszystkich wymienionych tam kryteriów.

- 5) **Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa.**
- 6) **Jednostki samorządu terytorialnego**, czyli gminy, powiaty oraz województwa, a także związki jednostek samorządu terytorialnego, jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż RP państwa członkowskiego UE.
- 7) **Instytucje finansowe**, których członkiem jest RP lub NBP, lub przynajmniej jedno z państw należących do OECD, lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi RP zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Polski i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji. Rzeczpospolita Polska jest członkiem, m.in., Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (Umowa o utworzeniu Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju z 29.5.1990 r. (Dz.U. z 1994 r. Nr 100, poz. 483), Europejskiego Banku Inwestycyjnego (art. 308 TFUE), Banku Rozwoju Rady Europy (d. Funduszu Rozwoju Społecznego Rady Europy) (Oświadczenie rządowe w sprawie przystąpienia Rzeczypospolitej Polskiej do Funduszu Rozwoju Społecznego Rady Europy z 21.7.1999 r., t.j. Dz.U. z 1999 r. Nr 90, poz. 1003), Międzynarodowej Korporacji Finansowej (Oświadczenie rządowe w sprawie wejścia w życie dokumentu „Postanowienia umowy o Międzynarodowej Korporacji Finansowej”, sporządzonego w Waszyngtonie 20.7.1956 r., t.j. Dz.U. z 1988 r. Nr 37, poz. 290), Wielostronnej Agencji Gwarancji Inwestycyjnych (Konwencja o ustanowieniu Wielostronnej Agencji Gwa-

rancji Inwestycyjnych z 11.10.1985 r., Dz.U. z 2003 r. Nr 43, poz. 372), Azjatyckiego Banku Inwestycji Infrastrukturalnych (Umowa o utworzeniu Azjatyckiego Banku Inwestycji Infrastrukturalnych z 29.6.2015 r. (Dz.U. z 2016 r. poz. 1515). Jeśli chodzi o instytucje finansowe, których członkiem (ściślej: akcjonariuszem) jest NBP, to chodzi przede wszystkim o Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (por. listę akcjonariuszy Banku: <https://www.bis.org/about/membercb.htm?m=1%7C2%7C601>, dostęp z 30.4.2021 r.). Jeśli chodzi natomiast o umowy zawarte z innymi instytucjami, to wskazać należy przede wszystkim na tę zawartą z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym (art. 2 TEBI). W kontekście zdolności emisyjnej nie ma ona jednak praktycznego znaczenia, skoro Rzeczpospolita Polska i tak jest jego członkiem.

- 4 4. Nieważność czynności prawnych zmierzających do wyemitowania obligacji.** Zmierzające do wyemitowania obligacji czynności prawne podjęte przez podmioty pozbawione zdolności emisyjnej są nieważne (art. 58 § 1 KC) (*M. Wierzbowski, J. Róg-Dyrda*, Ustawa o obligacjach, komentarz do art. 2, Nb 9). Ponadto ObligU przewiduje odpowiedzialność karną za dokonywanie emisji obligacji bez uprawnienia lub z naruszeniem przepisów ustawy (por. komentarz do art. 87 ObligU). W konsekwencji sankcją nieważności dotknięte są nie tylko same obligacje jako papiery wartościowe, jeżeli zostały wydane, ale także umowa emisyjna (umowa objęcia obligacji). Jeżeli zatem nie doszło jeszcze do wydania obligacji na podstawie nieważnej umowy emisyjnej, to subskrybent nie ma obowiązku płacić ceny emisyjnej, a emitent nie może wydać dokumentów obligacji. Przepisy o ochronie nabywcy w dobrej wierze od nieuprawnionego (art. 169 KC) nie znajdują w tym zakresie zastosowania. Przesłanką konieczną zastosowania art. 169 KC jest bowiem istnienie przedmiotu rozporządzenia, przy równoczesnym braku kompetencji do rozporządzenia nim, na podstawie skądinąd ważnej czynności prawnej. Natomiast brak zdolności emisyjnej, podobnie jak np. brak zdolności małoletniego do czynności prawnej, powoduje, że czynność prawna (tu: emisja obligacji) jest nieważna i nie powstaje prawo będące jej przedmiotem.

Szczególnym przypadkiem jest **utrata zdolności emisyjnej w rezultacie połączenia emitenta z innym podmiotem, jego podziału lub przekształcenia formy prawnej**. Jeżeli podmiot, który wstąpił w obowiązki emitenta z tytułu obligacji, zgodnie z ustawą nie posiada uprawnień do ich emitowania, obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne (por. komentarz do art. 74 ust. 4 ObligU).

Sporna jest kwestia obowiązywania tzw. **zasady tożsamości emitenta**. W doktrynie dominuje pogląd o niedopuszczalności przeniesienia długu obligacyjnego na osobę trzecią (*I. Weiss*, SPP, t. 19, 2006, s. 396; *R. Woźniak*, Ustawa o obligacjach, Warszawa 2015, s. 15 i n.). Jako wyjątki wskazuje się przypadki połączenia lub podziału emitenta będącego spółką kapitałową zgodnie z przepisami KSH. Dopuszczalność zmiany osoby emitenta obligacji w rezultacie połączenia lub podziału spółek nie budzi wątpliwości. Pogląd ten nie jest jednak trafny, jeśli chodzi o traktowanie zakazu jako obowiązującej zasady. Ustawodawca w ObligU nie zawarł regulacji szczególnych, odnoszących się do zmiany dłużnika. Z uwagi na cywilnoprawny charakter zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy, należy uznać, że znajdują zastosowanie zasady ogólne prawa zobowiązań, dotyczące przejęcia długu (art. 519 i n. KC). Przeciwno bronionemu tutaj rozwiązaniu nie przemawiają również argumenty natury celowościowej. Wystarczającą ochronę obligatariuszy zapewnia w tym zakresie wymóg uzyskania zgody wierzyciela na umowę dłużnika z osobą trzecią dotyczącą przejęcia długu (art. 519 § 2 pkt 2 KC). W praktyce uzyskanie indywidualnej zgody od wszystkich obligatariuszy będzie na ogół niemożliwe w przypadku obligacji znajdujących się w obrocie zorganizowanym. Do tego rodzaju transakcji będzie więc dochodzić na ogół w obrocie profesjonalnym, gdzie krąg obligatariuszy jest ograniczony (np. kilka banków), a każdy z nich, częściej niż drobny inwestor w obrocie zorganizowanym, jest w stanie dokonać wnikliwej oceny proponowanej zmiany. Takie rozwiązanie nie godzi więc w bezpieczeństwo obrotu, w tym stabilność rynku kapitałowego.

### Art. 3. [Wyłączenia]

**Przepisy ustawy nie mają zastosowania do obligacji emitowanych przez:**

- 1) Skarb Państwa;
- 2) Narodowy Bank Polski.

#### Spis treści

|   | Nb |
|---|----|
| 1. Zakres regulacji .....                           | 1  |
| 2. Cel wyłączenia .....                             | 2  |
| 3. Obligacje emitowane przez Skarb Państwa .....    | 3  |
| 4. Obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa ..... | 4  |

- 1 1. Zakres regulacji.** Zgodnie z art. 3 ObligU przepisów ObligU nie stosuje się do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski. Przyczyną takiej regulacji jest prawdopodobnie uznanie, iż w stosunku do tych papierów wartościowych nie miałyby praktycznego znaczenia przepisy np. o zgromadzeniu obligatariuszy, obligacjach przychodowych, partycypacyjnych, zamiennych, z prawem pierwszeństwa, o zabezpieczeniach obligacji itp. W przypadku emitentów nienastawionych na zysk lub niemających charakteru korporacyjnego, emisja obligacji przychodowych, partycypacyjnych, z prawem pierwszeństwa lub zamiennych nie byłaby celowa, gdyż papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i bank centralny uchodzą za wysoce bezpieczne (niewypłacalność tych instytucji, jakkolwiek historycznie się zdarzała, jest mało prawdopodobna). Stąd też mniejsza jest potrzeba zastosowania instytucji mających na celu ochronę zaufania obligatariuszy, takich jak zabezpieczenia obligacji czy zgromadzenie obligatariuszy. Naddo w przypadku papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski istnieje konieczność uwzględnienia specyfiki ustrojowej emitentów, a więc np. konieczność uzyskania zgody na emisję obligacji skarbowych w ustawie budżetowej.
- 2 2. Cel wyłączenia.** Nie jest trafnym natomiast pogląd, że o wyłączeniu tym przesądza odmienny cel emisji skarbowych papierów wartościowych [S. Syp, w: A. Stokłosa, S. Syp, Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2020, s. 55]. W istocie zasadniczy cel obligacji emitowanych przez podmioty publiczne jest taki sam, co w przypadku obligacji komercyjnych – pozyskanie środków finansowych dla emitenta. Natomiast specyfika Skarbu Państwa i banku centralnego jest, jak wskazano, taka, że wiele rozwiązań zawartych w ObligU i tak nie znalazłoby odzwierciedlenia w warunkach emisji, z przyczyn natury prawnej lub ekonomicznej. Z uwagi na wiarygodność tych dwóch kategorii emitentów, nie ma potrzeby ustanawiania zabezpieczeń. Względy ustrojowe stawałyby na przeszkodzie emisji obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa itp.
- 3 3. Obligacje emitowane przez Skarb Państwa.** Podstawę do emitowania przez Skarb Państwa obligacji (obligacji skarbowych) stanowi z art. 96 pkt 1 FinPublU. Zgodnie z tym przepisem skarbowe papiery wartościowe mogą być emitowane lub wystawiane jako papiery wartościowe o pierwotnym terminie wykupu nie dłuższym niż rok lub dłuższym niż rok, przy czym do tej drugiej kategorii zalicza się w szczególności obligacje skarbowe. Poza wyraźnie wymienionymi w art. 96 FinPublU obligacjami skarbowymi oraz bonami skarbowymi, teoretycznie mogą być również emitowane inne, nienazwane

skarbowe papiery wartościowe, skoro ustawodawca użył w art. 96 FinPublU zwrotu „w szczególności”. Podstawą emitowania obligacji przez NBP jest art. 48 pkt 1 NBPU, zgodnie z którym NBP może emitować i sprzedawać papiery wartościowe, a co za tym idzie także obligacje.

**4. Obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa.** Wyłączenie spod 4 regulacji ObligU dotyczy obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i NBP, natomiast już nie obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa lub NBP ani też nie obligacji emitowanych przez inne (niż Skarb Państwa i NBP) państwowe osoby prawne (np. Polska Agencja Żeglugi Powietrznej, Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa; por. komentarz do art. 2 ObligU, Nb 3, pkt 3) oraz emitowanych przez jednostki organizacyjne samorządu terytorialnego. Wyłączenie to nie dotyczy również emisji obligacji przez obce banki centralne, w zakresie, w jakim ta jest możliwa (por. uwagi do art. 2 ObligU).

## Art. 4. [Pojęcie]

**1. Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.**

**2. Przez obligacje emitowane w serii rozumie się obligacje reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek.**

### Spis treści

|  | Nb |
|--|----|
| 1. Uwagi ogólne . . . . .  | 1  |
| 2. Obligacja jako papier wartościowy . . . . .                               | 2  |
| 3. Obiegowy charakter obligacji . . . . .                                    | 3  |
| 4. Teoria umowna . . . . .   | 4  |
| 5. Teoria umowna a teoria kreacyjna . . . . .                                | 5  |
| 6. Konstytutywny charakter obligacji . . . . .                               | 6  |
| 7. Wystawienie papieru wartościowego przez emitenta . . . . .                | 7  |
| 8. Obligacja jako papier wartościowy emitowany w serii . . . . .             | 8  |
| 9. Cywilnoprawny charakter obligacji . . . . .                               | 9  |
| 10. Różnicowanie warunków zabezpieczenia obligacji tej samej serii . . . . . | 10 |
| 11. Obowiązek spełnienia określonego świadczenia . . . . .                   | 11 |
| 12. Obligacja jako dłużny papier wartościowy . . . . .                       | 12 |
| 13. Pozostałe uprawnienia kształtujące wynikające z obligacji . . . . .      | 13 |
| 14. Zasada swobody umów . . . . .  | 14 |

|   |    |
|---|----|
| 15. Wartość nominalna obligacji . . . . . | 15 |
| 16. Obligacje zamienne . . . . .          | 16 |

- 1 1. Uwagi ogólne.** Przepisy art. 4 ust. 1 ObligU stanowią, że obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem uprawnionego z obligacji, zwanego obligatariuszem, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.
- 2 2. Obligacja jako papier wartościowy.** Zakwalifikowanie przez ustawodawcę obligacji jako papieru wartościowego przesądza o tym, że obrót prawami z obligacji cechuje się ułatwioną zbywalnością oraz prostszym mechanizmem wykazywania tych uprawnień w stosunku do ogólnych zasad prawa cywilnego. Posiadanie cech papieru wartościowego jest więc podstawowym elementem konstrukcyjnym umożliwiającym powstanie masowego i zorganizowanego obrotu obligacjami.
- 3 3. Obiegowy charakter obligacji.** W nowszej literaturze przedmiotu trafnie wskazuje się, że istotą papieru wartościowego jest specyficzny sposób identyfikacji podmiotu określonego majątkowego prawa podmiotowego oraz ujawnienia tego prawa wobec dłużnika i osób trzecich. Pozwala to na modyfikację zasad obrotu prawem majątkowym w stosunku do podstawowego modelu ukształtowanego przez przepisy o przelewie wierzytelności (*J. Jastrzębski, Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, Warszawa 2009, s. 10*). Prawo papierów wartościowych należy zatem postrzegać jako alternatywny wobec mechanizmu cesji (art. 509 i n. KC) reżim obrotu prawami majątkowymi, który sprzyja ich łatwiejszej zbywalności oraz pewniejszej identyfikacji podmiotu uprawnionego (*J. Jastrzębski, Pojęcie papieru, s. 10*). W przypadku tzw. obiegowych papierów wartościowych, a więc na okaziciela i na zlecenie – zwanych także papierami wartościowymi zaufania publicznego – cechy te są szczególnie wyraźne. Obiegowe papiery wartościowe cechuje radykalnie ułatwiona zbywalność, wiążąca się z wyłączeniem możliwości podnoszenia przez dłużnika zarzutów osobistych wobec zbywcy papieru wartościowego (art. 921<sup>13</sup> KC), a także z możliwością nabycia takiego papieru wartościowego od nieuprawnionego (art. 169 § 2 KC). Przy założeniu racjonalności ustawodawcy, należy uznać, że chciał, by zdematerializowane papiery wartościowe zachowały, a nie zmniejszyły, obiegowy charakter. Kwestia dopuszczalności nabycia od nieuprawnionego papierów wartościowych zdematerializowanych jest skądinąd sporna, aczkolwiek więcej argumentów przemawia za taką dopuszczalnością (odnośnie do przeglądu stanowisk

doktryny na przykładzie akcji zdematerializowanych por. *M. Godlewski*, *Nabycie akcji zdematerializowanych od nieuprawnionego*, Warszawa 2021, s. 21–23 oraz s. 213–290).

**4. Teoria umowna.** Jakkolwiek kwestia charakteru zdarzenia prawnego 4  
kreującego papiery wartościowe budziła historycznie wątpliwości w doktrynie, najbardziej przekonujące argumenty przemawiają na rzecz tezy, że zdarzeniem prawnym kreującym prawa z papierów wartościowych jest umowa. Brak jest jednoznacznych podstaw normatywnych, które pozwalałyby na uznanie, że prawa z papierów wartościowych powstają na mocy jednostronnej czynności prawnej. W tej sytuacji należy zatem przyjąć zgodnie z zasadami ogólnymi, że dla powstania lub zmiany stosunku prawnego, w tym także powstania praw z papierów wartościowych, konieczna jest umowa. Za umowną teorią powstania papieru wartościowego opowiadają się judykatura (uchw. SN(7) z 29.6.1995 r., III CZP 66/95, OSNC 1995, Nr 12, poz. 168; por. również wyr. WSA w Warszawie z 27.11.2019 r., III SA/Wa 639/19, niepubl.) oraz dominujący nurt doktryny (*M. Romanowski*, *SPP*, *Prawo papierów wartościowych*, t. 18, 2010, s. 74–75 i przywołana tam literatura).

**5. Teoria umowna a teoria kreacyjna.** Opowiedzenie się za teorią 5  
umowną pozwala również łatwiej tłumaczyć szczegółowe rozwiązania przyjęte w ObligU. Przykładowo, w wyroku NSA z 19.11.2008 r., wydanym jeszcze na gruncie ObligU z 1995 r., za niedopuszczalne uznano zbycie przez emitenta obligacji na rzecz Skarbu Państwa w trybie art. 66 § 1 OrdPU w celu umorzenia zobowiązania podatkowego (wyr. NSA z 19.11.2008 r., II FSK 1187/07, Legalis). Naczelny Sąd Administracyjny zauważył, że taka czynność jest sprzeczna z charakterem prawnym obligacji, gdyż „przeniesienie praw z obligacji mogłoby dotyczyć podmiotu, któremu przysługują uprawnienia z tego papieru wartościowego, a więc właścicielowi obligacji (obligatariuszowi), nie zaś emitentowi. Zgodnie bowiem z ostatnim z powołanych przepisów, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Podmiotem posiadającym prawa z obligacji jest w takim razie obligatariusz, a nie emitent”. Naczelny Sąd Administracyjny zauważył dalej, że emitent nie może rozporządzać prawami z obligacji, gdyż zgodnie z art. 25 ust. 1 ObligU z 1995 r. (któremu odpowiada art. 76 ObligU), może nabywać własne obligacje tylko w celu umorzenia. Nietrudno zauważyć, że rozumowanie NSA jest spójne tylko przy przyjęciu umownej koncepcji papieru wartościowego. Teoria kreacyjna, która moment powstania papieru wartościowego upatruje



[Przejdź do księgarni →](#)