



Wojciech Gibas

Akcje ułamkowe – *errata*

STRESZCZENIE

Przedmiot badań: Przedmiotem artykułu jest prawna charakterystyka nowej praktyki rynkowej firm inwestycyjnych – akcji ułamkowej. W efekcie połączenia kilku instytucji prawnych, firmom inwestycyjnym udało się wprowadzić do obrotu instrument, który umożliwia eliminację rygoryzmu zasady niepodzielności akcji, co pozwala na ograniczenie ryzyka poprzez zmniejszenie kwoty, którą klient firmy przeznacza na inwestycję. Nowy produkt powoduje jednocześnie istotne problemy prawne. Po pierwsze, firmy inwestycyjne oferujące akcje ułamkowe w najbardziej powszechnej i opisywanej w tym artykule formie stoją na stanowisku, że akcja ułamkowa nie stanowi derywatu. Po drugie, problematyczne jest oparcie konstrukcji akcji ułamkowej o wariację stosunku powiernictwa.

Cel badawczy: Pierwszym celem artykułu jest rozstrzygnięcie czy akcja ułamkowa jest instrumentem pochodnym i prawem pochodnym, a tym samym, czy stanowi instrument finansowy. Drugim celem artykułu jest rozstrzygnięcie, czy najbardziej powszechna konstrukcja akcji ułamkowej oparta o stosunek powierniczy jest zgodna z wymogami prawa instrumentów finansowych.

Metoda badawcza: W artykule posłużono się przede wszystkim metodą dogmatyczno-prawną i teoretyczno-prawną.

Wnioski: W przedmiocie pierwszego problemu akcja ułamkowa jest kontraktem, który stanowi instrument pochodny oraz prawo pochodne, a zatem także instrument finansowy. Implikuje to konieczność stosowania przy obrocie akcjami ułamkowymi szeregu aktów prawnych konstytuujących m.in. szerszą ochronę inwestora. W przedmiocie drugiego problemu poczyniłem zastrzeżenie, że wobec znacznego niedookreślenia stosunku powierniczego nie bardzo wiadomo, jak odtworzyć podstawowe elementy akcji ułamkowej, a co za tym idzie – nie można precyzyjnie ująć konsekwencji wiążących się z zawieraniem kontraktu akcji ułamkowej. Uznałem, że uniemożliwia to firmie inwestycyjnej wyodrębnienie odpowiedniej grupy docelowej dla tego instrumentu i wraz z częściowo mylącą formą jego oferowania może prowadzić do misselingu.

Artykuł zawiera także krytyczne streszczenie działań Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiocie akcji ułamkowych.

SŁOWA KLUCZOWE papiery wartościowe, instrumenty finansowe, rynek kapitałowy, derywaty

Fractional shares – *errata*

SUMMARY

Background: The subject of the article is the legal characterization of a new market practice of investment companies – fractional shares. As a result of the combination of several legal institutions, investment companies have succeeded in marketing an instrument that makes it possible to eliminate the rigor of the principle of indivisibility of shares, which makes it possible to reduce risk by reducing the amount that the company's client allocates to the investment. At the same time, the new product raises significant legal issues. First, investment firms offering fractional shares in the most common form and described in this article take the position that a fractional share does not constitute a derivative. Second, it is problematic to base the construction of a fractional share on a variation of the fiduciary relationship.

Research purpose: The first purpose of the article is to resolve whether a fractional share is a derivative instrument and a derivative right, and thus whether it constitutes a financial instrument. The second purpose of the article is to resolve whether the most common construction of a fractional share based on a fiduciary relationship is compatible with the requirements of the law of financial instruments.

Methods: In this article I primarily use the dogmatic-legal method and theoretical-legal

Conclusions: On the subject of the first problem, a fractional share is a contract that constitutes a derivative instrument and a derivative right, and therefore also a financial instrument. This implies the need to apply to trading in fractional shares a number of legal acts constituting, among other things, broader investor protection. On the subject of the second problem, I made the objection that in view of the considerable undefinition of the fiduciary relationship, it is not very clear how to reproduce the basic elements of a fractional share, and consequently – it is not possible to accurately capture the consequences associated with the conclusion of a fractional share contract. I considered that this makes it impossible for an investment company to distinguish the appropriate target group for this instrument and, together with the partially misleading form in which it is offered, could lead to misselling. The article also provides a critical summary of the actions of the Financial Supervisory Authority on fractional shares.

KEYWORDS financial instruments, fractional shares, capital market, derivatives

Wstęp

W ciągu ostatnich dwóch lat do oferty niektórych polskich firm inwestycyjnych zostały wprowadzone tzw. akcje ułamkowe. Celem ich wprowadzenia – jak podają sami oferenci – jest zmniejszenie kwoty koniecznej do nabycia uprawnień do partycypacji w zyskach spółek giełdowych. W sensie prawnym celem nowego produktu wydaje się wyeliminowanie rygoryzmu zasady niepodzielności akcji, o którym mowa w art. 333 § 1 k.s.h.

Akcję w k.s.h. rozumie się albo jako ułamek kapitału zakładowego, albo jako ogół praw służących akcjonariuszowi¹. Żadne z tych znaczeń nie odnosi się do akcji ułamkowej. Dostępne w Polsce akcje ułamkowe dzielą się na dwa rodzaje. Obrót pierwszymi sprowadza się do nabywania przez klientów firmy inwestycyjnej praw do udziału we współwłasności akcji. Natomiast kontrakt akcji ułamkowej drugiego rodzaju² polega na nabywaniu powierniczych uprawnień do udziału w prawach majątkowych z akcji³, przy czym udział powierniczy jest proporcjonalny do „ułamka” akcji, na którą to akcję przypada określona liczba czy wartość tych praw. Dodatkowo zawarcie kontraktów akcji ułamkowej o takiej wartości, która odpowiada wartości akcji rzeczywistej w momencie zawierania ostatniego kontraktu powoduje wygaśnięcie akcji ułamkowych i uzyskanie przez inwestora prawa do akcji rzeczywistej. Powierzającym jest w tym stosunku klient firmy inwestycyjnej, a powiernikiem firma inwestycyjna pozostająca uprawnionym z akcji, na którą przypadają prawa majątkowe podlegające podziałowi.

W odniesieniu do akcji ułamkowych pierwszego rodzaju należy wskazać, że współwłasność praw udziałowych została już dość wyczerpująco opisana w literaturze. Natomiast w zakresie, w jakim tego rodzaju akcje ułamkowe kreują

¹ A. Szumański, *Pojęcie akcji*, [w:] A. Szumański, M. Spyra, G. Suliński, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2024, s. 575.

² Z uwagi na kontraktowy charakter omawianego produktu i konieczność odróżnienia od akcji ułamkowej pierwszego rodzaju w dalszej części opracowania posługuję się przede wszystkim pojęciem kontraktu akcji ułamkowej.

³ Na marginesie warto zaznaczyć, że podział na prawa majątkowe i niemajątkowe z akcji jest niezwykle problematyczny. Prawa podmiotowe dzieli się na majątkowe i niemajątkowe zależnie od tego, czy służą one bezpośrednio interesom ekonomicznym podmiotu uprawnionego. Tymczasem każde uprawnienie związane z akcją służy w istocie korzystaniu z prawa podmiotowego wynikającego z akcji, która sama ze swojej natury jest prawem majątkowym. W kwestii problematyki podziału praw podmiotowych zob. A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo cywilne: zarys części ogólnej*, Warszawa 2020, s. 167; M. Romanowski, *Podział praw podmiotowych na majątkowe i niemajątkowe*, „Państwo i Prawo” 2006, nr 3, s. 24-25; S. Grzybowski, *System Prawa Cywilnego. T. 1*, Wrocław 1974, s. 231.

nowe problemy, dodatkowe uwzględnienie tych produktów finansowych w niniejszym opracowaniu znacznie negatywnie wpływałoby na jego przejrzystość. Z tego powodu skupiam się jedynie na kontrakcie akcji ułamkowej w znaczeniu prawa powierniczego do udziału w prawach majątkowych z akcji.

Przedmiotem niniejszego opracowania jest w szerokim ujęciu ustalenie charakteru akcji ułamkowej oraz konsekwencji, które się z nim wiążą. Przedmiotowa kwestia nie była dotychczas tematem rozważań w literaturze polskiej, natomiast w znanej mi literaturze zagranicznej była tematem przede wszystkim rozważań o proveniencji ekonomicznej⁴. Jednocześnie istnieje dość liczna kategoria opracowań naukowych odnoszących się do specyfiki zbywania poszczególnych praw inkorporowanych w akcji, w tym także w zakresie powierniczego zbywania tych praw⁵, co umożliwi poszukiwanie w podobnych instytucjach analogii z konstrukcją akcji ułamkowej.

Na zakończenie części wstępnej uczynię jeszcze zastrzeżenie, że w artykule staram się nie odnosić do konkretnych wzorców umownych stosowanych przez firmy inwestycyjne. Celem opracowania nie jest ocena działań konkretnych firm inwestycyjnych, ale kwalifikacja i ocena prawna akcji ułamkowej jako praktyki rynkowej *en bloc*.

Akcja ułamkowa jako instrument finansowy

Zagadnieniem o fundamentalnym charakterze dla dalszych rozważań jest rozstrzygnięcie, czy kontrakt akcji ułamkowej stanowi instrument pochodny w rozumieniu art. 3 pkt 28a Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁶ i ewentualnie także za prawo pochodne w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b. u.o.i.f. Ma to istotne znaczenie dla wstępnego rozpoznania natury kontraktu akcji ułamkowej oraz zasad, w oparciu o które powinien następować obrót opisywanym produktem.

Uznanie akcji ułamkowej za instrument pochodny i tym samym za instrument finansowy w rozumieniu art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. i u.o.i.f. implikuje stosowanie do jego emitenta lub oferenta szeregu aktów prawnych o charakterze

⁴ Zob. R.P. Bartlett, J. McCrary, M. O'Hara, *Tiny trades, big questions: Fractional shares*, „Journal of Financial Economics” 2024, Vol. 157.

⁵ Zob. K. Szczepańska, *Zasada nierozszczepialności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2020, s. 229-253; I. Gębusia, *Dopuszczalność wyodrębnienia praw „częstkowych” z papierów wartościowych w obecnym stanie prawnym*, „Prawo Spółek” 2012, nr 9, s. 24; M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 5, s. 35-42.

⁶ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 722), dalej również jako: u.o.i.f.

regulacyjnym, które prowadzą do zwiększenia obowiązków informacyjnych względem inwestorów, poszerzenia wymogów administracyjnych, a niekiedy także do podwyższenia opłat administracyjnych⁷ ponoszonych przez firmy inwestycyjne w związku z emisją czy oferowaniem tego instrumentu. Tłumaczy to niezachwianą, jak dotychczas, jednomyślność firm inwestycyjnych w odmawianiu akcji ułamkowej charakteru instrumentu finansowego.

Zasadniczo instrumentem pochodnym jest instrument finansowy, którego wartość opiera się na wartości instrumentu bazowego. Odnogę pojęcia instrumentu pochodnego stanowi prawo pochodne. Oznacza ono derywat, dla którego instrumentem bazowym jest przede wszystkim papier wartościowy⁸. W literaturze prawniczej i ekonomicznej podejmowano próby zdefiniowania instrumentu pochodnego, wyróżniając m.in. takie jego cechy, jak kontraktowy charakter oraz bezpośrednia zależność od instrumentu bazowego⁹.

Uważam, że nie stanowi zasadniczego problemu podporządkowanie akcji ułamkowej ustawowym definicjom co najmniej derywatu, a właściwie także prawa pochodnego. W odniesieniu do kwalifikacji do kategorii instrumentów pochodnych, w świetle definicji legalnej zawartej w art. 3 pkt 28a u.o.i.f., wystarczający jest sam fakt oparcia wartości akcji ułamkowej na wartości papieru wartościowego jako instrumentu bazowego. Ponieważ rzeczywista akcja, na której opiera się wartość akcji ułamkowej, oczywiście jest papierem wartościowym, kontrakt akcji ułamkowej może być również prawem pochodnym w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b. u.o.i.f.. W zakresie kwalifikacji do kategorii praw pochodnych można by podnieść wątpliwość co do spełniania przez akcję ułamkową cechy zbywalności, jako że we wzorach dotyczących akcji zastrzega się częstokroć zakaz ich przenoszenia na zewnętrzne rachunki maklerskie. Niemniej wobec kontraktowego charakteru akcji ułamkowej efektywnie można tego typu postanowienie wyklądać najwyżej jako zakaz cesji, która sama w sobie nie wyłącza zbywalności

⁷ W odniesieniu do ostatniego przypadku nie zawsze tak będzie. Przykład na sytuację dokładnie odwrotną może stanowić opłata uiszczana przez firmy inwestycyjne na rzecz systemu rekompensat tworzonego przez KDPW. Nie wglębiając się przesadnie w szczegóły, trzeba zauważyć, że sposób naliczania tej opłaty przewidziany przez art. 137 u.o.i.f. jest umiarkowanie preferencyjny dla firm inwestycyjnych, których klienci posiadają instrumenty finansowe o niższej wartości, nawet jeżeli ich wolumen jest istotnie większy.

⁸ P. Tereszkievicz, *Instrumenty pochodne*, [w:] *System Prawa Handlowego. T. 4. Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Warszawa 2016, s. 752; M. Korpalski, *Natura pochodnych transakcji zabezpieczających na przykładzie transakcji walutowych*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 3, s. 135; M. Węgiński, *Dematerializacja akcji spółek niepublicznych – ewolucja czy rewolucja?*, „Studia Prawnoporównawcze” 2021, nr 53, s. 483

⁹ E. Callens, *Derivative Contracts in EU Law: Never Mind the Definition?*, „Journal of Corporate Law Studies” 2022, nr 22, s. 641 (i przywołana tam literatura).

prawa¹⁰. Mamy więc oczywiście do czynienia z instrumentem ze swojej natury zbywalnym. Uznaniu jakiegokolwiek derywatu za prawo pochodne nie stoi też na przeszkodzie konieczność „emisji” derywatu. W rozważaniach dotyczących prawidłowej definicji tego pojęcia sporny jest tylko początek i koniec procesu, do którego pojęcie „emisji” się odnosi¹¹. Oczywiście przez użycie ww. sformułowania ustawa nie ogranicza przedmiotowo ani podmiotowo możliwości wprowadzenia w obieg jakiegokolwiek derywatu¹².

Moim celem nie jest jednak tylko przyporządkowanie akcji ułamkowej pod literalnie interpretowane pojęcie instrumentu pochodnego czy prawa pochodnego. Wydaje się bowiem, że wobec szerokości zakresu produktów finansowych, które potencjalnie mogłyby być obejmowane przez przywołane definicje, przepisy Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi należy w tym zakresie interpretować w sposób ścisły¹³. Zgadzam się z Aleksandrem Chłopeckim, który twierdzi, że wobec zasadniczych braków definicji instrumentów finansowych w Ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, kategoryzując poszczególne produkty w oparciu o pojęcia sformułowane w tych aktach prawnych, należy wykorzystywać przede wszystkim podejście funkcjonalne i celowościowe¹⁴.

Wyżej określony tok analizy rozpocznę od przywołania wyróżnionych w literaturze istotnych funkcji derywatu, które pozwolą również na określenie jego celu. Znaczenie ma w tym kontekście przede wszystkim funkcja ubezpieczająca zwana także funkcją hedgingową (stanowiąca najważniejszą cechę derywatu¹⁵)

¹⁰ Zob. np. A. Krzykowski, *Umowne ograniczenia przelewu wierzytelności w kodeksie cywilnym - propozycja reinterpretacji i wnioski de lege ferenda*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 5, s. 40.

¹¹ Spór ten ma właściwie znaczenie przede wszystkim dla Ustawy o ofercie i na jej gruncie jest omawiany. Zob. *Prawo rynku kapitałowego. T. 2. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] P. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, Legalis, komentarz do art. 4, Nb 19.

¹² Warto również wspomnieć, że prawo pochodne jest papierem wartościowym w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f. Mogłoby to stawiać pytanie, czy uznaniu akcji ułamkowej za papier wartościowy nie sprzeciwia się zasada *numerus clausus*. Niezależnie nawet od oceny poprawności zasady *numerus clausus*, definicja prawa pochodnego została jednak sformułowana w u.o.i.f. w taki sposób, że katalog praw pochodnych ograniczany jest jedynie przez szerokość katalogu papierów wartościowych jako instrumentów bazowych. Zob. np. M. Lemonnier, M. Mariański, J.J. Zięty, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 8, s. 46.

¹³ W literaturze wskazuje się, że problem z definiowaniem instrumentu finansowego jest właściwie konsekwencją niedefiniowania instrumentu w Dyrektywie 2014/65/UE. W prawie instrumentów finansowych UE zasadniczo nie definiuje się pojęć materialnoprawnych. Problem ten nie został właściwie rozwiązany w polskiej implementacji dyrektywy, przez co podobnie jak w Dyrektywie, w Ustawie o obrocie główny nacisk kładzie się na wyliczenie jak największej liczby przykładowych instrumentów, a nie stricte na ich definiowanie. A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7, s. 5.

¹⁴ Ibidem, s. 6.

¹⁵ Tak np. K. Jajuga, *Instrumenty pochodne*, Warszawa 2009, s. 6.

oraz funkcja spekulacyjna. Funkcję ubezpieczeniową derywaty realizują poprzez zmniejszenie ryzyka związanego z inwestowaniem w instrument bazowy, natomiast funkcję spekulacyjną oczywiście poprzez umożliwienie osiągnięcia zysków z nabywania i zbywania instrumentu pochodnego (czemu może dodatkowo służyć mechanizm tzw. dźwigni finansowej)¹⁶. Dodatkowo należy wspomnieć o funkcji arbitrażowej, która stanowi właściwie odnogę funkcji ubezpieczającej, ale widzianą z szerszej perspektywy. Chodzi tu o umożliwienie operacji jednoczesnego dokonania większej liczby transakcji na instrumentach pochodnych i bazowych w celu osiągnięcia zysku bez ponoszenia istotnego ryzyka¹⁷.

W odniesieniu do funkcji spekulatywnej wymaga wyjaśnienia samo pojęcie spekulacji. W zasadzie oznacza ono nabycie dobra w celu szybkiego zbycia lub zbycie dobra w celu szybkiego ponownego nabycia¹⁸. Sam natomiast podmiot dokonujący spekulacji definiuje się w ten sposób, że stara się on wyłącznie o osiągnięcie krótkoterminowego zysku, nie zmierzając do spełnienia przy tym żadnej innej funkcji, tj. np. funkcji produkcyjnej, konsumpcyjnej czy funkcji długoterminowej inwestycji¹⁹.

Wydaje się, że by odpowiedzieć na pytanie, czy kontrakt akcji ułamkowej pełni funkcję spekulatywną, tzn. czy jego zawarcie ma na celu (niezależnie od hedgingu i ewentualnie arbitrażu) przede wszystkim spekulację, trzeba rozważyć, na ile posiadacz akcji ułamkowej może ją wykorzystać w innym niż spekulacyjny celu. Wskazany problem w odniesieniu do akcji ułamkowej sprowadza się do pytania, czy akcja ułamkowa może służyć wykonywaniu uprawnień korporacyjnych, a jeżeli tak, to czy w wystarczającym stopniu, by uznać, że inne niż spekulatywna funkcje mają dla tego produktu na tyle istotne znaczenie, by odmówić mu funkcji derywatu.

Inwestorowi nie przysługują bezpośrednio jakiejkolwiek uprawnienia wynikające z kontraktu akcji ułamkowej, które pozwalałyby na wykonywanie uprawnień korporacyjnych²⁰. Analiza konstrukcji kontraktu akcji ułamkowej prowadzi do wniosku, że inwestorowi przysługują wierzytelności przyszłe (warunkowe)

¹⁶ W. Katner, [w:] *System prawa prywatnego. T. 9. Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W. Katner, 2023, s. 767.

¹⁷ K. Jajuga, dz. cyt., s. 6. Niemniej, jak wskazuje M. Lemonnier, możliwość zawierania przeciwnych transakcji nie jest cechą konstytutywną instrumentu pochodnego. M. Lemonnier, *Instrumenty zarządzania ryzykiem przez przedsiębiorców*, „Studia Prawnoustrojowe” 2011 nr 14, s. 69.

¹⁸ P. Tereszkievicz, dz. cyt., s. 754 i przywołana tam literatura.

¹⁹ Tamże, s. 754.

²⁰ Prowadziłoby to zresztą do naruszenia powszechnie uznawanej w polskiej doktrynie zasady nierozszczepialności akcji, zob. K. Szczepańska, *Zasada nierozszczepialności...*, s. 88-90.

o wypłatę dywidendy i ewentualnie kwoty uzyskanej przez firmę inwestycyjną ze sprzedaży prawa poboru. Prawa korporacyjne mogą natomiast przysługiwać mu dopiero po zawarciu kontraktów akcji ułamkowych o takiej wartości, że konieczna będzie ich wymiana na rzeczywistą akcję. Nie jest to oczywiście wystarczające do uznania, że kontrakt akcji ułamkowej może służyć wykonywaniu praw korporacyjnych. Przykładowo również opcja *call* i opcja *put* mogą prowadzić do nabycia rzeczywistej akcji i wynikających z niej uprawnień korporacyjnych, a stanowią one przecież najbardziej reprezentatywny przykład derywatu, przy czym w typowej opcji (jeżeli nie jest rozliczana jedynie gotówkowo) nabycie instrumentu bazowego zależy od terminu, a nie od warunku, jak w kontrakcie akcji ułamkowej²¹.

Niezależnie od możliwości nabycia instrumentu bazowego kontrakt akcji ułamkowej w tym sensie przypomina również kontrakt na różnicę (ang. *contract for difference*). Ponieważ w regulaminach firm inwestycyjnych w żaden sposób nie ogranicza się w czasie nabywania takiej liczby akcji ułamkowych, by konieczne było dokonanie ich „wymiany” na rzeczywistą akcję, klient może rozkładać wykupienie rzeczywistej akcji w czasie, nabywając etapami niewielkie ilości akcji ułamkowych. Biorąc pod uwagę, że notowania akcji na rynku regulowanym zmieniają się w czasie, jeżeli klient zdecyduje się ostatecznie na nabycie akcji, to sumaryczna kwota, którą zapłaci za rzeczywistą akcję, prawie zawsze będzie się różnić od aktualnej ceny akcji. Kontrakt akcji ułamkowej wykorzystuje więc w tym zakresie bardzo podobny mechanizm, co derywat kontraktu na różnicę, przy którym strony, (zazwyczaj inwestor i firma inwestycyjna) przewidują zmianę ceny instrumentu bazowego i zyskują albo tracą w zależności od stosunku ostatecznej ceny instrumentu bazowego do swojego przewidywania²².

Relacja pomiędzy akcją rzeczywistą a kontraktem akcji ułamkowej przypomina relację stanowiącą treść innych derywatów, umożliwia osiągnięcie zysku na zmieniającej się cenie instrumentu bazowego i nie sposób uznać, że posiadaczowi akcji ułamkowej przysługują choćby pośrednio uprawnienia korporacyjne,

²¹ Na marginesie – jest to warunek potestatywny, jako że przyznanie inwestorowi akcji rzeczywistej uzależnia się od tego, czy firma inwestycyjna posiada daną akcję lub może ją nabyć. Warunek ten nie jest, technicznie rzecz biorąc, zależny od woli inwestora, ponieważ wolę nabycia akcji wyraża on w tym kontrakcie. W przypadku inwestora wola utworzenia po stronie firmy zobowiązania warunkowego obejmowana jest samą decyzją o zaciągnięciu zobowiązania z kontraktu akcji ułamkowej o takiej wartości, że druga strona będzie warunkowo zobowiązana. Jest to zatem warunek *si voluero*, który nie jest warunkiem w sensie techniczno-prawnym. Zob. J. Zawadzka, *Warunek w prawie cywilnym*, Warszawa 2012, s. 205.

²² Mechanizm ten przy okazji CFDs na waluty opisano np. [w:] P. Gołębiowski, *Kontrakty na różnice kursowe (CFDs)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 6, s. 26-27.

które mogłyby niweczyć spekulatywną funkcję akcji ułamkowej. Przesądza to kwestię przypisania akcji ułamkowej funkcji spekulatywnej.

Z kolei w odniesieniu do funkcji ubezpieczającej należy już bez wątpliwości stwierdzić, że akcja ułamkowa w całości ją wypełnia. Jest to funkcja w dużym stopniu odzwierciedlająca sens akcji ułamkowej. Ograniczenie ryzyka inwestowania w klasyczne akcje jest celem tego rodzaju instrumentu finansowego, który wynika z samego obniżenia kwoty koniecznej do pozyskania konkretnych praw i którą podkreślają sami emitenci. Z tego względu nie wymaga on szczegółowej analizy. Trudno jedynie dopatrzeć się w akcji ułamkowej mechanizmu dźwigni finansowej, ale nie jest to konstytutywny element derywatu.

Dużo bardziej interesujący jest natomiast potencjał do wypełniania przez kontrakt akcji ułamkowej funkcji arbitrażowej. Z funkcji tej może korzystać bowiem także firma inwestycyjna i to nie tylko przez łączące się z wyższymi liczbami transakcji wyższe kwoty uzyskiwane z prowizji czy różnicy na spreadzie²³.

W tym kontekście wymaga zauważenia, że część firm inwestycyjnych na podstawie umów z organizatorem obrotu lub konkretnym emitentem pełni rolę animatorów rynku w rozumieniu art. 3 pkt 33d u.o.i.f. lub odpowiednio animatorów emitentów²⁴. Firmy inwestycyjne jako animatorzy zapewniają płynność instrumentów na konkretnym rynku (animator rynku) lub instrumentów konkretnego emitenta (animator obrotu). Powyższe czynią skupując na własny rachunek instrumenty finansowe i następnie wystawiając na nie zlecenia kupna i sprzedaży. Firmy inwestycyjne są zatem nie tylko uprawnione, ale właściwie mogą także być zobowiązane na podstawie zawartych umów do obracania (nie-należącymi do ich klientów) instrumentami finansowymi. Jednocześnie animatorów jako firm inwestycyjnych dotyczą przepisy regulacyjne w zakresie maksymalnej ekspozycji na ryzyko, co oczywiście pośrednio zmusza ich do zawierania transakcji hedgingowych z użyciem derywatów, dla których instrumentami bazowymi są rzecz jasna instrumenty, w które firmy te muszą inwestować. Nie twierdzą oczywiście, że choćby istotna część instrumentów finansowych, które są „przeznaczone” na kontrakty akcji ułamkowych stanowią instrumenty objęte obowiązkiem obracania nimi przez firmy inwestycyjne jako animatorów rynku czy emitenta, przede wszystkim dlatego, że takich animatorów jest zwyczajnie

²³ Zob. przyp. nr 26.

²⁴ W przeciwieństwie do pojęcia animatora rynku, nie istnieje w polskim porządku prawnym definicja ustawowa pojęcia animatora emitenta. Pojęcie to występuje jednak w aktach *soft law*. Zob. np. § 88 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (uchwała Nr 1/2220/2025), dostępny na stronie GPW: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 2.05.2025].

za mało. Należy natomiast podkreślić, że derywat akcji ułamkowej daje firmom inwestycyjnym pełniącym funkcję animatora szansę na dużo prostsze ograniczenie ryzyka związanego z pełnioną funkcją. Z podobnym działaniem może się też łączyć bezpośrednia korzyść ekonomiczna. Firma inwestycyjna nie tylko nie płaci premii za derywaty, które i tak musi nabywać, ale odwrotnie – otrzymuje środki za ich emitowanie. W każdym razie nie mam wątpliwości, że akcja ułamkowa potencjalnie może służyć arbitrażowi.

Podsumowując tę część rozważań należy stwierdzić, że kontrakt akcji ułamkowej konstituuje instrument pochodny i prawo pochodne w rozumieniu Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Do takich wniosków prowadzi nie tylko literalna wykładnia przepisów u.o.i.f., ale także wykładnia funkcjonalna pojęcia derywatu, która wskazuje, że cele tego kontraktu są analogiczne do tych, do których osiągnięcia służą klasyczne derywaty. Kluczowy jest także fakt, że relacja kontraktu akcji ułamkowej z rzeczywistą akcją przypomina relację, która łączy z instrumentem bazowym kontrakty CFD czy opcje. Wreszcie wskazuje na to kontraktowy charakter akcji ułamkowej, cechujący zasadniczą część instrumentów powszechnie uznawanych za derywaty²⁵.

Powiernictwo na akcji a problem misselingu

Sama dopuszczalność zawierania umów powierniczych nie jest kwestionowana w literaturze i należy uznać, że wynika ona z zasady swobody umów (art. 353¹ Kodeksu cywilnego²⁶).

Pojęcie powiernictwa – podobnie jak w większości jurysdykcji²⁷ – nie zostało w polskim porządku prawnym zdefiniowane w żadnym akcie normatywnym,

²⁵ A. Chłopecki, *Umowa jako instrument finansowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2022, nr 10, s. 4-9.

²⁶ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 1061 ze zm.).

²⁷ A. Kappes, *Czy należy uregulować czynności powiernicze?*, [w:] *Prawo kontraktów*, red. Z. Kuniewicz, D. Sokołowska, Warszawa 2017, s. 165.

a przy tym odnosi się ono do stosunków prawnych wykazujących między sobą istotne różnice²⁸.

Jak podnosi się w literaturze, brak jednej konkretnej definicji powiernictwa nie jest szczególnie doniosłym problemem, o ile tylko precyzyjne ujęcie tego stosunku nie ma doniosłości praktycznej²⁹. W tym przypadku dookreślenie zakresu znaczeniowego pojęcia powiernictwa ma jednak znaczenie o tyle, że zbadania wszystkich kluczowych elementów zobowiązania wymaga potrzeba ustalenia, z jakiego rodzaju instrumentem finansowym mamy do czynienia. Niemniej – jak zauważa A. Kappes – wobec braku definicji legalnej powiernictwa, przy takich umowach właściwie nigdy nie ma pewności, jakie przepisy znajdują zastosowanie do konkretnej umowy³⁰. Powyższe utrudnia rekonstrukcję poszczególnych elementów zobowiązania.

Ponadto, mająca największe praktyczne znaczenie w polskim porządku prawnym konstrukcja zobowiązania z umowy powierniczej, wywodząca się z nauki niemieckiej zakłada, że fiducjant dokonuje ostatecznie przysporzenia na rzecz fiducjariusza, tj. że przedmiot umowy wchodzi ostatecznie do majątku fiducjariusza, natomiast fiducjariusz zobowiązuje się do zwrotu przedmiotu umowy w określonych warunkach³¹. Jednocześnie – jak wskazuje A. Szpunar – „Do istoty czynności powierniczej nie należy to, żeby dobro powierzone wchodziło w skład majątku fiducjanta i następnie zostało przeniesione na powiernika”³².

Natomiast w kontrakcie akcji ułamkowej do czasu jego wygaśnięcia nie dochodzi w żadnym momencie do alienacji z majątku firmy inwestycyjnej

²⁸ Wynika to już z samego podziału na stosunki powiernicze o rodowodzie rzymskim i germańskim. zob. G. Tracz G., F. Zoll, *Przydatność pojęcia powiernictwa dla prawa prywatnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1998, nr 4, s. 24. Warto przy tym zwrócić uwagę na próbę zdefiniowania powiernictwa przez Sąd Najwyższy w Wyroku z dnia 23 stycznia 2014 r., sygn. akt. II CSK 264/13. Zgodnie z uzasadnieniem: „Do kategorii czynności prawnych powierniczych, dopuszczalnych w granicach swobody umów (art. 353¹ k.c.), zalicza się umowy obejmujące przeniesienie przez jeden podmiot (powierzającego) na drugi podmiot (powiernika) prawa oraz zaciągnięcie przez nabywcę prawa (powiernika) zobowiązania wobec zbywcy (powierzającego) do korzystania z nabytego prawa jedynie w ograniczonym zakresie, określonym treścią umowy”. Teza ta jest kwestionowana jako ujmująca pojęcie powiernictwa w sposób przesadnie ograniczony. Zob. A. Szpojankowski, *Glosa do wyroku sądu najwyższego z dnia 23 stycznia 2014 roku II CSK 264/13 zbyt wąska definicja powiernictwa*, „Studenckie Zeszyty Naukowe” 2019, Vol. 22, nr 42.

²⁹ G. Tracz, F. Zoll, dz. cyt., 24.

³⁰ A. Kappes, [w:] *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*. T. 9, red. A. Kappes, Warszawa 2023, Legalis, Nb 440.

³¹ A. Szpunar, *O powierniczych czynnościach prawnych*, [w:] *Przekaz i papiery wartościowe. Wybór dzieł Profesora Adama Szpunara w stulecie urodzin*, red. W. Katner, Warszawa 2013, s. 250 (i przywołana tam literatura).

³² Ibidem, s. 250.

rzeczywistej akcji, jej ułamek, bądź roszczenia z akcji. Powstaje jedynie zobowiązanie do przeniesienia odpowiedniej części praw z akcji na rzecz powierzającego. Umowa, w ramach której w żadnym momencie nie zmienia się uprawniony do przedmiotu czynności powierniczej, nie jest umową powierniczą *sensu stricto*, ale umową przypominającą swego rodzaju „odwrócone powiernictwo”.

Wydaje się, iż konstrukcja kontraktu akcji ułamkowej jest w analizowanym tu zakresie kolejną próbą przeszczepienia do rodzimego rynku kapitałowego konstrukcji prawnych wywodzących się krajów anglosaskich. W tym przypadku chodzi o amerykański trust³³. Podobnie jak w stosunkach powierniczych założyciel trustu może ustanowić jego beneficjariuszem samego siebie³⁴. Istotna różnica względem najbardziej upowszechnionej w Polsce wersji powiernictwa polega jednak na tym, że wyodrębnienie majątku odbywa się na podstawie jednostronnej czynności prawnej. Jeżeli założyciel trustu decyduje się dodatkowo na pełnienie funkcji powiernika, nie dochodzi do przeniesienia własności majątku, który jest przedmiotem trustu, ale samo wyodrębnienie jest skuteczne wobec osób trzecich³⁵. Tłumaczy to wystarczająco powód, dla którego nie da się zidentyfikować w kontrakcie akcji ułamkowej żadnego momentu, w którym prawa z akcji zmieniałyby uprawnionego.

Stoję na stanowisku, że tego rodzaju konstrukcja sama w sobie jest dopuszczalna w polskim porządku prawnym z uwagi na zasadę swobody umów. Niemniej wydaje się, że instrumenty finansowe oferowane inwestorom detalicznym powinny być definiowane w sposób ścisły i jednoznaczny, co jest nie tylko teoretycznym obowiązkiem, ale w założeniu ustawodawcy unijnego ma pozwalać inwestorowi na dokonanie oceny oferowanego mu produktu, a instytucji finansowej na ocenę adekwatności oferowania tego instrumentu wybranej grupie inwestorów. Zgodnie bowiem z art. 24 ust. 2 akapit drugi Dyrektywy MiFID II firma inwestycyjna musi rozumieć oferowane instrumenty finansowe i oceniać ich zgodność z potrzebami klientów, którym świadczy usługi inwestycyjne. Trudno twierdzić, że firma inwestycyjna jest w stanie ocenić zgodność produktu inwestycyjnego z potrzebami klienta, jeżeli sama nie ma istotnej wiedzy co do prawnie relewantnych skutków działania określonego instrumentu i tym samym – jak należy uznać – nie rozumie go w pełni.

³³ Na marginesie we właściwych jurysdykcjach także powodującego pewne problemy interpretacyjne. M. Zachariasiewicz, *Trust i inne stosunki powiernicze w prawie porównawczym i prawie międzynarodowym prywatnym*, Katowice 2016, s. 22.

³⁴ K. Górniak, *Trust w prawie kontynentalnym*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2022, z. 2, s. 288.

³⁵ Tamże, s. 288.

Nie uważam przy tym za przesadnie wyśrubowane wymagania, by w świetle art. 24 ust. 2 akapit drugi Dyrektywy MiFID II oferowane inwestorom detalicznym produkty finansowe były konstruowane w oparciu o umowy, których przynajmniej podstawowe postanowienia nie budzą wątpliwości³⁶. Niedopuszczalne jest natomiast umożliwianie dokonywania przez inwestora na swoim rachunku maklerskim czynności jawnie przypominających zlecenie maklerskie wykonywane w ramach umowy o zlecenie maklerskie zdefiniowanej w art. 73 u.o.i.f., podczas gdy w rzeczywistości dokonuje on *de facto* oferty zawarcia umowy nie-nazwanej, której poszczególne elementy nie są znane nie tylko jemu, ale także firmie inwestycyjnej.

UKNF a akcje ułamkowe

W połowie roku 2025 część firm inwestycyjnych oferujących kontrakty akcji ułamkowych zrezygnowała z tytułowania ich „akcjami ułamkowymi”, nadając im nową nazwę – „prawa ułamkowe”. Jest to oczywiście krok w dobrym kierunku. Jak bowiem stwierdzono w komunikacie Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych z dnia 28 marca 2023 r.: „As derivatives on fractions of shares are not corporate shares, firms should not use the term fractional shares when referring to these instruments. ESMA would deem such use of the term misleading and therefore in breach of MiFID II requirements”³⁷.

Dotychczas jedyną reakcją Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego na stanowisko ESMA była publikacja prasowa na stronie UKNF, w której zawarto informację, że nazwa „akcja ułamkowa” jest myląca, została przekazana uczestnikom podczas wystąpienia jednego z dyrektorów UKNF na Konferencji Regulacji Rynku Kapitałowego w listopadzie 2024 r.³⁸ Przez 2 lata od publikacji ESMA trudno było się doczekać jakkolwiek bardziej donośnego niż notka z konferencji branżowej komunikatu dla inwestorów potwierdzającego stanowisko europejskiego regulatora. W tym stanie rzeczy dnia 17 kwietnia 2025 r. UKNF wydał nowe Stanowisko, w którym potwierdził, że akcje ułamkowe stanowią prawo pochodne (Stanowisko UKNF w tym zakresie właściwie powieliła treść komunikatu

³⁶ Co nie jest oczywiście równoznaczne z wymaganiem, by były to umowy nazwane.

³⁷ *Public Statement. On derivatives on fractions of shares*, ESMA 2023.

³⁸ Komisja Nadzoru Finansowego, Przedstawiciele UKNF podczas Konferencji Regulacji Rynku Kapitałowego IDM, https://www.knf.gov.pl/dla_mediow?articleId=91449&p_id=18 [dostęp: 8.04.2025].

ESMA ostrzegając, że omawiane prawa mogą stanowić derywat)³⁹. Ponadto, UKNF zauważył brak spełniania przez oferty firm inwestycyjnych wymogów Dyrektywy MiFID II.

Podsumowując zatem działania UKNF w sprawie akcji ułamkowych – przez 20 miesięcy Urząd nie wydał żadnego publicznie dostępnego komunikatu, by ostrzec inwestorów przed mylnym charakterem akcji ułamkowych. Następnie przedstawiciel Urzędu zauważył fakt, że akcja ułamkowa stanowi prawo pochodne na konferencji branżowej firm inwestycyjnych, na której można z dużą pewnością założyć, że nie było nikogo, kto by tego nie wiedział. Wreszcie kilka miesięcy później część firmy inwestycyjnych zmieniło nazwę kontraktów z „akcji ułamkowych” na „prawa ułamkowe”, a kilka tygodni po tym wydarzeniu i ponad dwa lata po komunikacie ESMA, UKNF zdecydował się opublikować Stanowisko, które stanowi zarazem pierwszy komunikat Urzędu skierowany w tej sprawie do inwestorów.

Podsumowanie

W artykule przeanalizowano najbardziej powszechną konstrukcję akcji ułamkowej oferowaną przez polskie firmy inwestycyjne i wypowiedziano się za uznaniem kontraktu akcji ułamkowej zarówno za instrument pochodny, jak i prawo pochodne. Za taką tezę przemawiają argumenty z literalnej i funkcjonalnej wykładni Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Ponadto wypowiedziano się umiarkowanie przeciwko dopuszczalności oferowania kontraktu akcji ułamkowej najmniej doświadczonej grupie inwestorów detalicznych. Wskazywaną tezę popartą argumentami o niedookreślonym charakterze umów powierniczych w polskim systemie prawnym. Kontrakt akcji ułamkowej, będący umową powierniczą, nie pozwala bowiem emitentowi na ocenę skutków oferowania instrumentu inwestorom ani klientom emitenta na ocenę ryzyka wiążącego się z nabyciem instrumentu. Powoduje to możliwość naruszania przez sposób oferowanie analizowanego instrumentu zakazu odnoszących norm prawa instrumentów finansowych.

Wreszcie – jak zauważono – kontrakt akcji ułamkowej stanowi jeden z wielu przejawów implementacji do polskiego porządku prawnego rozwiązań wywodzących się z państw anglosaskich. Taka tendencja firm maklerskich wymaga od regulatora każdorazowo szczegółowej analizy zgodności nowego produktu

³⁹ *Stanowisko ws. akcji ułamkowych*, Komisja Nadzoru Finansowego 2025.

z normami prawa krajowego i europejskiego. Dużo mniejsza restrykcyjność prawa finansowego krajów anglosaskich może oznaczać, że ten sam produkt oferowany w tychże krajach inwestorom detalicznym, nie będzie mógł zostać uznany za adekwatny do oferowania inwestorom detalicznym w krajach Unii Europejskiej. Wywody przeprowadzone w treści artykułu udowadniają, że powyższa refleksja odnosi się bardzo ściśle do kontraktu akcji ułamkowej.

Artykuł nie zawiera postulatów *de lege ferenda*. Jak kilkakrotnie wspomniano w toku niniejszego opracowania, istniejące przepisy Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i Dyrektywy MiFID II pozwalają na odpowiednią kwalifikację kontraktu akcji ułamkowej, co z kolei otwiera drogę do objęcia inwestora ochroną właściwą dla nabywcy instrumentu finansowego. Powyższe wymaga jednak – ponownie – sprawnych i adekwatnych działań regulatora, które w opisywanym stanie faktycznym nie miały miejsca.

Bibliografia

Literatura

- Bartlett R.P., McCrary J., O'Hara M., *Tiny trades, big questions: Fractional shares*, „Journal of Financial Economics” 2024, Vol. 157.
- Bieniak M., [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. M. Bienia, Warszawa 2024, Legalis, komentarz do art. 333, Nb 4.
- Callens E., *Derivative Contracts in EU Law: Never Mind the Definition?*, „Journal of Corporate Law Studies” 2022, nr 22, s. 641.
- Chłopecki A., *Akcje zdematerializowane w małżeńskiej wspólności majątkowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 10, s. 46-53.
- Chłopecki A., *Instrumenty pochodne*, [w:] Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2024, s. 239.
- Chłopecki A., *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7, s. 5.
- Chłopecki A., *Umowa jako instrument finansowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2022, nr 10, s. 4-9.
- Gębusia I., *Dopuszczalność wyodrębnienia praw „częstkowych” z papierów wartościowych w obecnym stanie prawnym*, „Prawo Spółek” 2012, nr 9, s. 23-26.
- Gołębiowski P., *Kontrakty na różnice kursowe (CFDs)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 6, s. 26-27.
- Górniak K., *Trust w prawie kontynentalnym*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2022, z. 2, s. 288.
- Grzybowski S., *System Prawa Cywilnego. T. 1*, Wrocław 1974, s. 231.
- Jajuga K., *Instrumenty pochodne*, Warszawa 2009, s. 6.
- Kappes A., *Czy należy uregulować czynności powiernicze?*, [w:] *Prawo kontraktów*, red. Z. Kuniewicz, D. Sokołowska, Warszawa 2017, s. 165.

- Katner W., [w:] *System prawa prywatnego. T. 9. Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W. Katner, Warszawa 2023, s. 767.
- Korpalski M., *Natura pochodnych transakcji zabezpieczających na przykładzie transakcji walutowych*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 3, s. 135–141.
- Krzykowski A., *Umowne ograniczenia przelewu wierzytelności w kodeksie cywilnym - propozycja reinterpretacji i wnioski de lege ferenda*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 5.
- Michalski M., *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 5, s. 35–42.
- Lemonnier M., Mariański M., Zięty J.J., *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011 nr 8.
- Lemonnier M., *Instrumenty zarządzania ryzykiem przez przedsiębiorców*, „Studia Prawno-ustrojowe”, 2011 nr 14.
- Palmer B., *Broker vs. Market Maker: What's the Difference?*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/brokerandmarketmaker.asp> [dostęp: 8.04.2025].
- Prawo rynku kapitałowego. T. 2. Komentarz*, red. P. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, Legalis, komentarz do art. 4, Nb 19.
- Prawo zobowiązań – umowy nienazwane. T. 9*, red. A. Kappes, Warszawa 2023, Legalis, Nb 440.
- Public Statement. On derivatives on fractions of shares*, ESMA 2023.
- Radwański Z., Olejniczak A., Grykiel J., [w:] *Prawo cywilne – część ogólna. T. 2*, red. A. Olejniczak, Z. Radwański, Warszawa 2019, s. 288.
- Romanowski M., *Podział praw podmiotowych na majątkowe i niemajątkowe*, „Państwo i Prawo” 2006, nr 3, s. 24–25.
- Sójka T., Godlewski M., [w:] *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2022, komentarz do art. 3., s. 66.
- Szczepańska K., *Zasada nierozszczepialności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2020, s. 229–253.
- Szpojankowski A., *Glosa do wyroku sądu najwyższego z dnia 23 stycznia 2014 roku II CSK 264/13 zbyt wąska definicja powiernictwa*, „Studenckie Zeszyty Naukowe” 2019, vol. 22, nr 42.
- Szpunar A., *O powierniczych czynnościach prawnych*, [w:] *Przekaz i papiery wartościowe. Wybór dzieł Profesora Adama Szpunara w stulecie urodzin*, red. W. Katner, Warszawa 2013, s. 250.
- Szumański A., *Pojęcie akcji*, w: Szumański A., Spyra M., Suliński G., *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2024, s. 575.
- Tereszkiewicz P., *Instrumenty pochodne*, [w:] *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Warszawa 2016, s. 752.
- Tracz G., Zoll F., *Przydatność pojęcia powiernictwa dla prawa prywatnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1998, nr 4, s. 24.
- Węgierski M., *Dematerializacja akcji spółek niepublicznych – ewolucja czy rewolucja?*, „Studia Prawnoporównawcze” 2021, nr 53, s. 483.
- Wolter A., Ignatowicz J., Stefaniuk K., *Prawo cywilne: zarys części ogólnej*, Warszawa 2020, s. 167.
- Zachariasiewicz M., *Trust i inne stosunki powiernicze w prawie porównawczym i prawie międzynarodowym prywatnym*, Katowice 2016, s. 22.
- Zawadzka J., *Warunek w prawie cywilnym*, Warszawa 2012, s. 205.

Źródła internetowe

Stanowisko ws. akcji ułamkowych, Komisja Nadzoru Finansowego 2025. https://www.knf.gov.pl/dla_mediow?articleId=91449&p_id=18 [dostęp: 5.02.2025].

Akty prawne

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz. Urz. UE L 173 z 2014 r. str. 349 ze zm.).

Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (uchwała Nr 1/2220/2025), dostępny na stronie GPW: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 2.05.2025].

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L 201 z 2012 r. str. 1 ze zm.).

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 18).

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 1061 ze zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 722).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 620 ze zm.).