

**Finansowanie przez  
spółkę nabycia lub objęcia  
emitowanych przez nią akcji  
w prawie polskim na tle  
porównawczym**

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

# Rozdział 1. Wybrane regulacje zagraniczne i prawo unijne

## § 1. Uwagi wprowadzające

Podjęcie państw członkowskich do transpozycji unijnego zakazu i ograniczeń pomocy finansowej jest niejednolite. Jedynie część z nich implementowała procedurę finansowania, statutowaną obecnie w art. 64 Dyrektywy 2017/1132. Oprócz Polski<sup>1</sup> uczyniły to m.in. Belgia<sup>2</sup>, Luksemburg<sup>3</sup> i Włochy<sup>4</sup>. Zakaz *financial assistance* utrzymały natomiast m.in. Wielka Brytania<sup>5</sup>, Niemcy<sup>6</sup>, Austria<sup>7</sup>, Hiszpania<sup>8</sup> i Francja<sup>9</sup>. Niektórzy ustawodawcy, wychodząc poza standard unijny, wprowadzili również ograniczenia w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością. Takie przepisy uchwalono np. w Belgii<sup>10</sup>, Hiszpanii<sup>11</sup>, Holandii<sup>12</sup> i Wielkiej Brytanii<sup>13</sup>. Część państw, np. Francja<sup>14</sup>, Hiszpania<sup>15</sup> i Wielka Brytania<sup>16</sup>, obwarowała ponadto naruszenia zasad sankcją karną.

W kolejnych podrozdziałach są przedstawione bliżej rozwiązania angielskie, niemieckie, francuskie, a także unijne. Pierwsze z nich zasługują na pre-

---

<sup>1</sup> Art. 345 KSH.

<sup>2</sup> Art. 7:227 CDA.

<sup>3</sup> Art. 49–6 (LU) LSC.

<sup>4</sup> Art. 2358 CC.

<sup>5</sup> Sekcja 677 CA 2006.

<sup>6</sup> § 71a ust. 1 AktG.

<sup>7</sup> § 66a öAktG.

<sup>8</sup> Art. 150 LSC.

<sup>9</sup> Art. L. 225–216 C. Com.

<sup>10</sup> Art. 5:152 CDA.

<sup>11</sup> Art. 143.2 LSC.

<sup>12</sup> Art. 2:207c (uchylony w 2012 r.) BW.

<sup>13</sup> Sekcja 151 i n. CA 1985 (ustawa uchylona w 2006 r.).

<sup>14</sup> Art. L242–24 akapit 2 C. Com.

<sup>15</sup> Art. 157 LSC.

<sup>16</sup> Sekcja 680 CA 2006.

zentację jako istotne w wielu aspektach źródło inspiracji w zakresie unijnych reguł *financial assistance*. Przepisy i doktryna niemiecka są z kolei cennym materiałem porównawczym z uwagi na ogólne podobieństwa między niemieckim i polskim porządkiem prawnym. Rzucają światło na kwestie dogmatyczne, w których system angielski, oparty na odmiennych tradycjach, oferuje polskim interpretatorom ograniczone wsparcie. Opis modelu francuskiego wzbogaca obraz kontynentalnego podejścia do analizowanej problematyki. Osobny podrozdział opisuje genezę i proces formowania się regulacji unijnych, które są zasadniczym punktem odniesienia przy wykładni przepisów krajowych.

## § 2. Prawo angielskie

Angielska regulacja *financial assistance*, zharmonizowana z Dyrektywą 2017/1132, stanowi kontynuację rodzimych rozwiązań, których zręby formowały się jeszcze w latach 20. XX w. na podstawie koncepcji wykształconych w orzecznictwie dotyczącym nabywania przez spółki akcji (udziałów) własnych<sup>17</sup>. Tradycje brytyjskie stały się wzorcem analogicznych reguł przyjmowanych w państwach z obszaru *common law*, m.in. w Australii, Nowej Zelandii, Kanadzie, Singapurze i Hong Kongu. Z biegiem czasu orzeczenia sądów państw Commonwealthu, określane w angielskiej judykaturze jako tzw. niewiążące „opiniotwórcze wypowiedzi sądowe” (*other persuasive precedents*), zaczęły zwrótnie oddziaływać na system angielski.

Operacje pomocy finansowej w znaczeniu przyjmowanym współcześnie rozpowszechniły się w Wielkiej Brytanii w okresie ożywienia gospodarczego po zakończeniu I wojny światowej<sup>18</sup>. Spółki dysponujące dużymi zasobami płynnych aktywów (w postaci gotówki lub obligacji rządowych) stawały się często obiektem przejęć realizowanych przez wyspecjalizowane konsorcja inwestorów, posiłkujące się w tym celu krótkoterminowym długiem zewnętrznym. Zadłużenie, w wyniku powyższych operacji, było ostatecznie spłacane

---

<sup>17</sup> Zob. orzeczenie w sprawie *Trevor v. Whitworth* (1887) 12 App Cas 409 (HL). W prawie angielskim funkcjonuje jednolity termin „*shares*”, którym określa się zarówno udziały w spółce prywatnej (*private company*), jak i udziały spółce publicznej (*public company*). Pierwsza z tych spółek jest odpowiednikiem kontynentalnej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a druga – kontynentalnej spółki akcyjnej. Pojęcia „spółka prywatna” i „spółka publiczna” są w dalszej części pracy, w kontekście *common law*, używane w znaczeniu przyjętym w prawie angielskim.

<sup>18</sup> *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 23.

z majątku przejętych spółek<sup>19</sup>. W okresie kryzysu gospodarczego na początku lat 20. XX w. znaczna część nabytych w ten sposób przedsiębiorstw odnotowała spadek przychodów i utraciła płynność<sup>20</sup>. Wydarzenia te nabrały cech strukturalnych, co pogłębiło kryzys i z kolei dało asumpt do poszukiwania nowych rozwiązań zwiększających ochronę akcjonariuszy i wierzycieli przed nadużyciami w sferze obrotu akcjami.

Powołana w 1925 r. rządowa Komisja do Spraw Reformy Prawa Spółek (*Company Law Amendment Committee*), działająca pod przewodnictwem Lorda *Winfrieda Greene'a* (tzw. Komisja *Greene'a*), określiła opisane praktyki jako sprzeczne z „literą i duchem” zakazu nabywania akcji własnych oraz wywołujące ryzyko najpoważniejszych nadużyć, zalecając w konsekwencji wprowadzenie bezwzględnie zakazu ich stosowania<sup>21</sup>. Rekomendację tę warto przytoczyć w całości, ponieważ jej zasadnicze tezy można łatwo odnaleźć w przyjętej później regulacji angielskiej, jak również (mimo braku systemowego *iunctim*) we współczesnych regulacjach unijnych: „Rekomendujemy zakazanie spółkom udzielania, bezpośrednio lub pośrednio, wszelkiej pomocy finansowej w związku z nabyciem (dokonanym lub planowanym) ich akcji przez osoby trzecie, jeśli taka pomoc byłaby realizowana poprzez udzielenie pożyczki, zabezpieczenia lub w inny sposób. Powyższe nie dotyczy udzielania pożyczek przez spółki, których przedmiot zwykłej działalności obejmuje działalność pożyczkową, przekazywania przez spółkę środków finansowych pod-

---

<sup>19</sup> *T. Hartung*, Financial assistance, s. 34; *F. Hassner*, Finanzielle Unterstützung, s. 41. W raporcie Komisji *Greene'a* (zob. dalej) proceder ten został opisany następująco: „Konsorcjum uzgadnia nabycie od aktualnych akcjonariuszy akcji w liczbie zapewniającej kontrolę nad spółką, środki na zapłatę ceny pochodzą z krótkoterminowej pożyczki, udzielonej przez bank na okres jednego lub dwóch dni, przedstawiciele konsorcjum przejmują od aktualnych dyrektorów funkcje w radzie i zapewniają udzielenie konsorcjum pożyczki ze środków spółki (często bez zabezpieczenia), umożliwiającej spłatę zadłużenia względem banku. W ten sposób spółka finansuje w istocie nabycie własnych akcji” [„A syndicate agrees to purchase from the existing shareholders sufficient shares to control the company, the purchase money is provided by a temporary loan from a bank for a day or two, the syndicate's nominees are appointed directors in place of the old board and immediately proceed lend to the syndicate out of the company's funds (often without security) the money required to pay off the bank. Thus in effect the company provides money for the purchase of its own shares”].

<sup>20</sup> *U. Schroeder*, Finanzielle Unterstützung, s. 24; *J. Oechsler*, w: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 1, § 71a AktG, Nb 1; *C. Roberts*, Financial Assistance, Nb 2.02.

<sup>21</sup> The Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmnd 2657, pkt 30, 31 („Such an arrangement appears to us to offend against the spirit if not the letter of the law which prohibits a company from trafficking in its own shares and the practice is open to the gravest abuses”).

miotom nabywającym jej akcje na rzecz jej pracowników, jak również pożyczek bezpośrednio udzielanych pracownikom w takim celu<sup>22</sup>.

Zgodnie z powyższym zaleceniem ustawodawca brytyjski wprowadził zakaz *financial assistance* w sekcji 16 CA 1928, a następnie w identycznym brzmieniu w sekcji 45 CA 1929<sup>23</sup>. Zakazano spółkom, bezpośrednio lub pośrednio, w formie pożyczki, poprzez dokonanie zabezpieczenia czy w inny sposób, udzielania pomocy finansowej, mającej na celu lub pozostającej w związku z planowanym lub dokonany wcześniej nabyciem akcji tej spółki. Zakaz nie dotyczył udzielania pożyczek przez spółki będące instytucjami pożyczkowymi, które wykonują powyższe czynności w granicach swojej zwykłej działalności, jak również wspierania nabycia akcji w ramach planów pracowniczych oraz udzielania pożyczek osobom zatrudnionym w spółce, niebędącym członkami zarządu. Naruszenie zakazu obwarowano karą grzywny w wysokości 100 funtów szterlingów.

Istotną rolę w kształtowaniu zakazu *financial assistance* w systemie angielskim pełni prawo precedensowe (*common law*). Orzeczenia sądów niejednokrotnie kształtowały realną funkcję obowiązujących przepisów, względnie dostarczały przesłanek do ich nowelizacji. Przykładowo, w sprawie *Victor Battery Co Ltd v. Curry's Ltd*<sup>24</sup> sąd uznał, że udzielenie przez spółkę zabezpieczenia z naruszeniem sekcji 45 CA 1929 nie wpływa na ważność takiej czynności<sup>25</sup>. Przyjęta w tym orzeczeniu koncepcja skutków naruszenia zakazu, ugrunto-

---

<sup>22</sup> The Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmnd 2657, pkt 30, 31 [„We recommend that companies should be prohibited from directly or indirectly providing any financial assistance in connection with a purchase (made or to be made) of their own shares by third persons, whether such assistance takes the form of loan, guarantee, provision of security, or otherwise. This should not apply in the case of companies whose ordinary business includes the lending of money, to money let in the ordinary course of such business, or to scheme by which a company puts up money in the hands of trustees for purchasing shares of the company to be held for the benefit of employees or to loans direct to employees for the same purpose”].

<sup>23</sup> E. Ferran, w: E. Ferran, L.Ch. Ho, Principles, s. 232.

<sup>24</sup> [1946] Ch. 242. C. Roberts, Financial Assistance, Nb 2.12.

<sup>25</sup> Sąd argumentował, że czynność spółki mogła być traktowana jako pomoc finansowa wyłącznie wówczas, gdy była ważna. Wskazał ponadto, że nawet gdyby uznać, iż udzielenie zabezpieczenia było bezprawne, spółka finansująca nie mogłaby żądać zwrotu świadczenia, powołując się na nieważność umowy, ponieważ zakaz pomocy finansowej nie był ukierunkowany na ochronę spółki finansującej. Zob. M. Ottey, Q&A Company Law, s. 192. U. Schroeder, Finanzielle Unterstützung, s. 30.

wana w późniejszych judykatach<sup>26</sup>, postawiła pod znakiem zapytania praktyczne znaczenie obowiązujących przepisów, które zaczęły być postrzegane jako niedogodność *quasi*-techniczna, sprowadzająca się do poniesienia symbolicznego kosztu (wspomniana grzywna w wysokości 100 funtów szterlingów) przez strony transakcji finansowania<sup>27</sup>. Nowa CA 1948 nie przyniosła w tej mierze zasadniczych zmian; rozszerzyła formułę zakazu (sekcja 54 CA 1948) na nabycie i objęcie akcji jej spółki holdingowej oraz zaostrzyła sankcję karną (podwyższenie grzywny i wprowadzenie kary pozbawienia wolności).

Zmiana linii orzeczniczej zapoczątkowanej sprawą *Victor Battery* nastąpiła dopiero w latach 50. XX w., ale nie w angielskim, tylko australijskim *common law* – w sprawach *Dressy Frocks Pty Ltd v. Bock*<sup>28</sup>, *Shearer Transport Co Pty Ltd v. McGrath*<sup>29</sup> oraz *EH Dey Pty Ltd v. Dey*<sup>30</sup>, w których sądy potwierdziły nieważność transakcji naruszających zakaz finansowania. Orzeczenia te utorały drogę do odzyskiwania przez finansujące spółki nienależnie spełnionych świadczeń<sup>31</sup>. W angielskiej judykaturze analogiczny zwrot nastąpił w 1968 r. w sprawie *Selangor United Rubber Estates Ltd (no 3) v. Craddock*<sup>32</sup>, w której sąd, opierając się na instytucji *constructive trust*, przyznał finansującej spółce prawo egzekwowania roszczeń odszkodowawczych wobec banków biorących udział w bezprawnej transakcji finansowania<sup>33</sup>. W orzeczeniu *Heald and another v. O'Connor* potwierdzono z kolei, że ważność transakcji finansowania nie jest konstytutywnym elementem hipotezy sekcji 54 CA 1948<sup>34</sup>. Analogiczne podejście sądy przyjęły w sprawach *Wallersteiner v. Moir* i *Belmont Finance Corporation Ltd v. Williams Furniture Ltd*<sup>35</sup>.

---

<sup>26</sup> Chodzi o niepublikowane orzeczenia w sprawach *Essex Aero Ltd v. Cross* oraz *Curtis's Furnishing Stores Limited v. Freedman* (zob. bliżej *C. Roberts*, *Financial Assistance*, Nb 2.12, 2.13); por. też *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 31.

<sup>27</sup> *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 30.

<sup>28</sup> [1951] NSWLR 390.

<sup>29</sup> [1956] VLR 316.

<sup>30</sup> [1966] VR 464.

<sup>31</sup> Wszystkie orzeczenia zostały wydane na podstawie przepisów opartych na wzorcach brytyjskich. Por. *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 31; *C. Roberts*, *Financial Assistance*, Nb 11.09.

<sup>32</sup> [1968] 1 WLR 1555.

<sup>33</sup> *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 33.

<sup>34</sup> [1971] 1 WLR 497. Por. *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 32.

<sup>35</sup> Odpowiednio (CA 1974) [1974] 1 WLR 991 oraz *Belmont Finance Corporation Ltd v. Williams Furniture Ltd* (No. 2) [1980] 1 All ER 393 (CA). Zob. też *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 33.

Wymienione orzeczenia zwiększyły praktyczne znaczenie sekcji 54 CA 1948, ale jednocześnie uwidoczniły jej mankamenty. Sporządzony w 1962 r. raport kolejnej komisji do spraw reformy prawa spółek, działającej pod przewodnictwem *Lorda Jenkinsa* (tzw. Komisja *Jenkinsa*), poddał gruntownej rewizji sekcję 54 CA 1948, zarzucając jej ogólnikowość, zbyt szeroką penalizację czynności gospodarczych i niejasne *ratio legis*<sup>36</sup>. W raporcie końcowym Komisja *Jenkinsa* przedstawiła koncepcję nowego rozwiązania, które miało uzależnić świadczenie pomocy finansowej od spełnienia określonych w ustawie wymogów merytorycznych i proceduralnych (tzw. *whitewash procedure*). Raport nie zainicjował jednak zmian w prawie<sup>37</sup>.

Impulsem do takich zmian stały się dopiero dwa wyroki wydane w 1980 r.: we wspomnianej sprawie *Belmont Finance Corporation Ltd v. Williams Furniture Ltd*<sup>38</sup> oraz w sprawie *Armour Hick Northern Ltd v. Whitehouse*<sup>39</sup>. Orzeczenia te uświadamiały, że zakres zakazu pomocy finansowej mógł być rozumiany dużo szerzej niż pierwotnie zakładano<sup>40</sup>. Kładąc nacisk na subiektywny aspekt czynności prawnych (cel świadczenia), wywoływały obawę, zwłaszcza w kręgach finansowych, że skutki prawne *financial assistance* będą w znacznej mierze uzależnione od czynników nieznanych podmiotom finansującym<sup>41</sup>. Nasilająca się presja na zmianę stanu prawnego zaowocowała uchwaleniem nowych przepisów w CA 1981, które zostały następnie przeniesione z drobnymi zmianami do CA 1985, a później znalazły odzwierciedlenie w CA 2006.

W dążeniu do usunięcia wątpliwości ujawnionych w sprawie *Belmont*<sup>42</sup>, ustawodawca brytyjski zawęził kryteria ustalania związku funkcjonalnego między nabyciem akcji a świadczeniem finansowym spółki. Zgodnie z sekcją 42

---

<sup>36</sup> Raport *Jenkinsa*, pkt 171, 176: „przypadkowy kłopot dla uczciwych; nieistotna niedogodność dla pozbawionych skrupułów” („*an occasional embarrassment to the honest without being a serious inconvenience to the unscrupulous*”).

<sup>37</sup> Natomiast – mimo że ustawodawca utrzymał w mocy zakaz pomocy finansowej do czasu uchwalenia Ustawy o spółkach z 1981 r. – w roku 1974 delegacja brytyjska przedstawiła na forum Rady WE propozycję uregulowania zasad świadczenia pomocy finansowej w projektowanej wówczas dyrektywie kapitałowej, nawiązującą do koncepcji *whitewash*. Por. niżej rozdz. 1.5 (Prawo unijne).

<sup>38</sup> (No 2) [1980] 1 All ER 393 (CA).

<sup>39</sup> [1980] 1 WLR 1520.

<sup>40</sup> *C. Roberts*, *Financial Assistance*, Nb 2.17. Por. też. *P.L. Davies*, *S. Worthington*, *Principles*, s. 361; *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 40.

<sup>41</sup> *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 40.

<sup>42</sup> Na ten motyw wskazuje m.in. uzasadnienie orzeczenia *Brady v. Brady* [1989] AC 755 (HL), s. 19.

(1) CA 1981<sup>43</sup> zakaz pomocy finansowej ograniczono do czynności dokonanych konkretnie „w celu” takiego nabycia (*for the purpose*), natomiast zrezygnowano z objęcia nim czynności pozostających jedynie „w związku” (*in connection*) z nabyciem akcji. Ogólną formułę zakazu, ujętą wcześniej w sekcji 54 (1) CA 1948, zastąpiło wyliczenie działań spełniających kryteria *financial assistance*, w którym to wyliczeniu „otwarty” charakter zachowała jedynie rezydualna kategoria czynności ujętych w sekcji 42 (8) (d) CA 1981<sup>44</sup> („wszelka inna pomoc finansowa udzielona przez spółkę, której aktywa netto ulegają zmniejszeniu w istotnym stopniu, lub która nie ma aktywów netto”<sup>45</sup>). Zakaz rozciągnięto jednocześnie na wsparcie udzielane przez spółkę po nabyciu jej akcji, tj. na czynności mające na celu zmniejszenie lub zwolnienie z zobowiązań zaciągniętych w celu tego nabycia (sekcja 42 (2) CA 1981<sup>46</sup>). Kluczowa zmiana, nawiązująca do koncepcji Komisji *Jenkinsa*, dotyczyła spółek prywatnych. Uzyskały one możliwość udzielania pomocy finansowej pod warunkiem spełnienia ściśle określonych w ustawie wymogów (*whitewash procedure*). Spółka finansująca musiała dysponować aktywami netto, które wskutek zawarcia transakcji nie mogły ulec obniżeniu. W zakresie, w jakim obniżenie by nastąpiło, pomoc finansowa mogła być realizowana jedynie z funduszy dywidendowych (sekcja 43 (2) CA 1981<sup>47</sup>). Warunkiem udzielenia finansowania było m.in. zaaprobowanie go w uchwale zgromadzenia wspólników (sekcja 43 (4) CA 1981<sup>48</sup>) oraz złożenie przez zarząd w rejestrze spółek odpowiedniej deklaracji członków zarządu (*statutory declaration*), zawierającej m.in. ich oświadczenie o braku zagrożeń dla wypłacalności spółki (sekcja 43 (6)–(8) CA 1981<sup>49</sup>). Nowe zasady nie objęły spółek akcyjnych (*public companies*), do których zgodnie z Drugą Dyrektywą uchwaloną w 1976 r. stosował się już wówczas bezwzględny zakaz pomocy finansowej.

W sekcji 42 (3) i (4) CA 1981<sup>50</sup> wprowadzono charakterystyczne, warunkowe wyjątki od zakazu, dotyczące spółek prywatnych i publicznych (akcyjnych). Mianowicie świadczenie pomocy finansowej było dozwolone w sytuacji,

---

<sup>43</sup> Zob. później sekcja 151 (1) CA 1985.

<sup>44</sup> Zob. później sekcja 152 (a) (iv) CA 1985.

<sup>45</sup> „Any other financial assistance given by a company the net assets of which are thereby reduced to a material extent or which has no net assets”.

<sup>46</sup> Zob. później sekcja 151 (2) CA 1985.

<sup>47</sup> Zob. później sekcja 155 (2) CA 1985.

<sup>48</sup> Zob. później sekcja 155 pkt 4 CA 1985.

<sup>49</sup> Zob. później sekcja 156 CA 1985.

<sup>50</sup> Zob. później sekcja 153 (1) i (2) CA 1985.



w której: 1) zasadniczym celem spółki (*principal purpose*) nie było udzielenie pomocy finansowej w celu nabycia akcji lub 2) udzielenie pomocy finansowej miało charakter incydentalny w kontekście szerszego celu spółki (*larger purpose*), działania zaś były podejmowane w dobrej wierze i w interesie spółki. W celu usunięcia wątpliwości w sekcji 42 (5) CA 1981<sup>51</sup> wyszczególniono bezwarunkowe wyjątki od zakazu. Potwierdzono, że nie dotyczy on wypłaty dywidendy ani kwot likwidacyjnych, emisji akcji gratisowych (*bonus shares*), obniżenia kapitału zakładowego, umorzenia akcji, nabycia akcji własnych oraz wypłat dokonywanych w toku procedur układowo-upadłościowych. W kolejnych latach uszczegółowiono zasady udzielania pomocy finansowej w zakresie „pracowniczego” nabycia udziałów<sup>52</sup>.

Praktyczną doniosłość powyższych rozwiązań zdeterminowało, jak poprzednio, prawo precedensowe. Orzeczenie w sprawie *Brady v. Brady* z 1989 r. wyznaczyło restrykcyjny kierunek wykładni „celu”<sup>53</sup>, potwierdzając problematyczny charakter tego kryterium definicyjnego – tym razem w kontekście wyjątków od zakazu pomocy finansowej, zawartych w sekcji 153 (1) i (2) CA 1985. Krytyczne oceny szerokiej formuły zakazu (postrzeganej, w kontekście zagrożenia karnego, jako źródło istotnego ryzyka prawnego)<sup>54</sup> oraz skomplikowanej procedury *whitewash*<sup>55</sup>, zrodziły pogląd, że efektywna ochrona praw wierzycieli i akcjonariuszy mniejszościowych nie musi być realizowana za pomocą regulacji odnoszącej się do transakcji pomocy finansowej i może mieć charakter rozproszony, tj. bazować na innych przepisach, dotyczących zwłaszcza obowiązków fiducjarnych członków organów, działań spółki na przedpolu upadłości, czy zwalczania nadużyć na rynku (*market abuse*)<sup>56</sup>.

Powyzsza zmiana podejścia doprowadziła do całkowitego zniesienia w nowej Ustawie o spółkach z 2006 r. zakazu pomocy finansowej w odniesieniu do spółek prywatnych<sup>57</sup>. Z uwagi na uwarunkowania unijne w sekcjach 678–680

---

<sup>51</sup> Zob. później sekcja 153 (3) CA 1985.

<sup>52</sup> Zob. *C. Roberts, Financial Assistance*, Nb 6.39.

<sup>53</sup> Zob. też *Plaut v. Steiner* (1989) 5 B.C.C.352; *C. Roberts, Financial Assistance*, Nb 6.42 oraz 12.14 i n.

<sup>54</sup> *J. Armour, Financial assistance*, s. 267.

<sup>55</sup> Bardziej umiarkowanie *C. Roberts, Financial Assistance*, Nb 4.19 („*not unduly burdensome [...] somewhat time-consuming*”).

<sup>56</sup> DTI Company Law Reform – White Paper (March 2005), Cm 6456, s. 41.

<sup>57</sup> Wyjątkiem jest art. 679 CA 2006, który zakazuje udzielania, bezpośrednio lub pośrednio, pomocy finansowej na nabycie udziałów spółki prywatnej, jeśli pomoc finansowa jest świadczona przez zależną od takiej spółki spółkę akcyjną (co zapobiega, przykładowo, przejściu spółki pu-

CA 2006 ujęto reguły finansowania dotyczące spółek publicznych, przeniesione bez istotnych zmian z uchylonej CA 1985<sup>58</sup> Sekcja 677 (1) CA 2006 zawiera katalog czynności kwalifikowanych jako pomoc finansowa (poprzednio ujęty w sekcji 152 (1) (a) CA 1985). Regulacja ta, mimo przyjęcia formuły definicji („W niniejszym rozdziale «pomoc finansowa» oznacza [...]”<sup>59</sup>), w istocie ma charakter otwartego wyciszenia form finansowania<sup>60</sup>.

Ustawodawca brytyjski, jak już wspomniano, nie implementował procedury finansowania określonej w znowelizowanym art. 23 Drugiej Dyrektywy (obecnie art. 64 Dyrektywy 2017/1132). Na taką decyzję, oprócz wzmiankowanej zmiany w podejściu legislacyjnym, wpłynęła dyskutowana równolegle na forum unijnym perspektywa zastąpienia systemu ochrony kapitału spółek akcyjnych testem wypłacalności. Mimo że projekt reformy nie wyszedł ostatecznie poza fazę konsultacyjną<sup>61</sup>, ustawodawca brytyjski pozostał przy zakazie udzielania pomocy finansowej, uznając reguły unijne za zbyt uciążliwe i czasochłonne, a tym samym mało przydatne dla przedsiębiorców<sup>62</sup>. W związku z opuszczeniem struktur unijnych przez Wielką Brytanię niektórzy autorzy przewidują dalsze uproszczenie przepisów angielskich<sup>63</sup>.

---

blicznej, wchodzącej w skład grupy kapitałowej, za pośrednictwem jej spółki holdingowej, będącej spółką prywatną – *P.L. Davies, S. Worthington*, Principles, s. 371.

<sup>58</sup> *R. Miles, R. Hildyard, N. Boardman, Nigel*, Annotated Companies Legislation, Nb 18.678.07.

<sup>59</sup> Ang. „*In this Chapter «financial assistance» means...*”.

<sup>60</sup> Decyduje o tym posłużenie się zwrotem „*financial assistance*” w członie definiującym oraz użycie zwrotu „...każda inna pomoc finansowa” („...*any other financial assistance*”) w rezydualnej kategorii finansowania ujętej w sekcji 677 (1) (d). Por. *AMG Global Nominees (Private) Ltd v. Africa Resources Ltd* [2008] EWCA Civ 1262, [2008] All ER (D) 198 (Nov), pkt 22.

<sup>61</sup> Posiłkując się wnioskami z zewnętrznych analiz, Komisja stwierdziła brak przesłanek do zasadniczej reformy obowiązującego systemu. Por. *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of an impact on profit distribution of the new EU-accounting regime – main report*, Contract ETD/2006/IM/F2/71, KPMG, January 2008, s. 422. Zob. też *Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of the adoption of IFRS on profit distribution*, 2008.

<sup>62</sup> *M. Stamp*, Practical Company Law, s. 131.

<sup>63</sup> *P. Böckli, P. Davies, E. Ferran, G. Ferrarini, J.M. Garrido Garcia, K.J. Hopt, A. Opalski, A. Pietrancosta, M. Roth, R. Skog, S. Soltysinski, J.W. Winter, M. Winner, E. Wymeersch*, The Consequences of Brexit, s. 39.

### § 3. Prawo niemieckie

Głównym filarem niemieckich rozwiązań jest § 71a ust. 1 AktG (*Umgebungsgeschäfte*), wprowadzony do tej ustawy w 1978 r. w ramach transpozycji art. 23 Drugiej Dyrektywy<sup>64</sup>. W okresie poprzedzającym nowelizację koncepcja ograniczeń pomocy finansowej (*finanzielle Unterstützung*) nie była niemieckiej doktrynie szerzej znana<sup>65</sup>. Istotę i cele nowej regulacji wiązano początkowo z sektorem bankowym, nie przypisując jej istotnego znaczenia w sferze transakcyjnej<sup>66</sup>. Podejście to uległo zmianie w latach 80. XX w. w związku z upowszechnieniem się operacji wykupu kredytowanego (LBO). Zarówno *ratio*, jak i zakres § 71a AktG nadal wywołują jednak kontrowersje<sup>67</sup>.

Paragraf 71a ust. 1 AktG stanowi, że umowa, której przedmiotem jest udzielenie osobie trzeciej przez spółkę zaliczki, pożyczki lub zabezpieczenia w celu nabycia akcji tej spółki, jest nieważna. Sankcja ta nie dotyczy transakcji zawieranych w toku zwykłej działalności instytucji kredytowych (*Kreditinstituten*) lub instytucji finansowych (*Finanzdienstleistungsinstituten*), jak również zaliczek, pożyczek i zabezpieczeń udzielanych w celu nabycia akcji przez pracowników spółki lub spółki z nią powiązanej. Czynności spółki dokonane w ramach powyższych wyjątków są jednak nieważne, jeśli w chwili nabycia akcji spółka nie jest w stanie utworzyć kapitału rezerwowego w wysokości odpowiadającej kosztom nabycia bez konieczności pomniejszenia kapitału zakładowego albo przewidzianego ustawą lub statutem spółki kapitału rezerwowego wyłączonego od podziału między akcjonariuszy.

Tytuł § 71a AktG (*Umgebungsgeschäfte*) oraz jego usytuowanie w ustawie wskazują, że zasadniczym celem niemieckiego ustawodawcy było zapobieżenie obchodzeniu zakazu nabywania akcji własnych, uregulowanego w § 71 AktG<sup>68</sup>. Obecnie jednak § 71a ust. 1 AktG postrzega się jako samodzielną i realizującą

---

<sup>64</sup> Wprowadzony do ustawy w 1978 r. – zob. *U. Hüffer*, Aktiengesetz, § 71a AktG, Nb 1.

<sup>65</sup> *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 47. Na pokrewne tradycje prawne w prawie niemieckim z okresu poprzedzającego nowelizację wskazuje *F. Hassner* w: *Finanzielle Unterstützung*, s. 177.

<sup>66</sup> *H. Merkt*, w: *Aktiengesetz*, § 71a AktG, Nb 5; *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 11, 16.

<sup>67</sup> *H. Merkt*, w: *Aktiengesetz*, § 71a AktG, Nb 11 („*terra incognita*”).

<sup>68</sup> *J. Oechsler*, w: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 1, § 71a AktG, Nb 3; *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 11.

autonomiczne cele regulację prawną<sup>69</sup>. Często przyjmuje się, wbrew wykładni literalnej, że przepis ten wymienia jedynie przykładowe formy wsparcia nabycia akcji<sup>70</sup>. Część doktryny interpretuje szeroko również samo pojęcie „nabycie” jako przeniesienie akcji zarówno pochodne, jak i pierwotne (subskrypcję)<sup>71</sup>.

Charakterystyczną cechą niemieckich rozwiązań jest wyłączenie zakazu finansowania w stosunkach koncernowych. Zgodnie z § 71a ust. 1 zd. 3 AktG sankcja nieważności transakcji finansowania nie ma zastosowania w przypadku zawarcia umowy o zarządzanie (*Beherrschungsvertrags*), tj. umowy, na podstawie której spółka przekazuje prawo prowadzenia jej spraw innemu przedsiębiorcy, jak również umowy o odprowadzanie zysków (*Gewinnabführungsvertrags*), na podstawie której spółka przekazuje innemu przedsiębiorcy całość wypracowanego zysku (§ 291 AktG)<sup>72</sup>. Spółka wchodząca w skład koncernu umownego (strona umowy koncernowej) może zatem finansować nabycie własnych akcji przez innego członka koncernu lub osoby trzecie działające na zlecenie takiego podmiotu. Przepis § 71a zd. 3 AktG koresponduje z § 57 ust. 1 zd. 3 AktG, zgodnie z którym świadczeń wykonywanych przez spółkę w ramach umów koncernowych nie traktuje się jako zwrotu kapitału akcjonariuszowi<sup>73</sup>, oraz § 291 ust. 3 AktG, który przewiduje, że wypłaty dokonywane przez spółkę będącą stroną wspomnianych umów koncernowych nie naruszają przepisów o zakazie zwrotu wkładów (§ 57 AktG), o przeznaczeniu zysku (§ 58 AktG) oraz o wypłacie dywidendy (§ 60 AktG). Obszerne i szcze-

---

<sup>69</sup> Autorzy wskazują, że kwestia obejścia prawa wysuwa się na plan pierwszy jedynie w kontekście § 71a ust. 2 AktG, dotyczącego transakcji między spółką a osobą trzecią, które uprawniają lub zobowiązują osobę trzecią do nabycia akcji własnych spółki na rachunek spółki, spółki przez nią kontrolowanej lub od niej zależnej wyłącznie w granicach określonych dla nabywania akcji własnych przez spółkę – por. *H. Merkt*, w: *Aktiengesetz*, § 71a AktG, Nb 1; podobnie *D. Solveen*, w: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. *W. Hölters*), § 71a AktG, Nb 1.

<sup>70</sup> *H. Merkt*, w: *Aktiengesetz*, § 71a AktG, Nb 29 (i cyt. tam literatura); *U. Hüffer*, *Aktiengesetz*, § 71a AktG, Nb 2,3; *J. Oechsler*, w: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 1, § 71a AktG, Nb 19; *U. Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 174, 178 i n.; *S. Zeyher*, *Einlagenrückgewähr*, s. 245. Odmienne *M. Habersack*, *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach MoMiG*, s. 746. („keinen «offenen» Tatbestand”).

<sup>71</sup> Zob. *F. Hassner*, *Finanzielle Unterstützung*, s. 330 (wraz z przeglądem stanowisk odmiennych – s. 320 i n.); *D. Solveen*, w: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. *W. Hölters*), § 71a AktG, Nb 2, zwraca uwagę na sugestię wąskiej wykładni § 71a AktG, wylaniającej się z uwag Komisji Prawnej Bundestagu, podkreślając że taki kierunek wykładni jest jednak nie do pogodzenia z wykładnią europejską, bazującą na Drugiej Dyrektywie (obecnie Dyrektywie 2017/1132).

<sup>72</sup> § 71a ust. 1 zd. 3 AktG.

<sup>73</sup> *U. Hüffer*, *Aktiengesetz*, § 71a AktG, Nb 6a.

głowe regulacje prawa koncernowego – m.in. wymóg utworzenia kapitału rezerwowego (§ 300 AktG) i obowiązek przejęcia strat przez spółkę dominującą (§ 302 AktG) – uznaje się za mechanizm kompensujący wyłączenie ochrony praw wierzycieli i akcjonariuszy, statuowanej w § 71a ust. 1 zd. 1 i 2 AktG<sup>74</sup>. Wyłączenie tej ochrony, jak przyjmuje większość autorów, nie obejmuje stosunków w tzw. koncernie faktycznym<sup>75</sup>.

Paragraf 71a ust. 1 AktG nie odnosi się wprost do pośrednich form wsparcia. Przeważa jednak opinia, że obejmuje on wszelkie rodzaje działań z udziałem osób trzecich, w tym zmierzające do obejścia zakazu finansowania, np. świadczenie na rzecz osoby trzeciej, która następnie przekazuje je nabywcy akcji (faktycznemu beneficjentowi)<sup>76</sup>. Zakaz finansowania pośredniego autory wywodzą ponadto z § 71d AktG, który, jak się przyjmuje, rozszerza hipotezę § 71a ust. 1 AktG na spółki powiązane i zależne oraz na podobne przypadki finansowania<sup>77</sup>.

Prawodawca niemiecki, podobnie jak brytyjski, nie implementował procedury uregulowanej w znowelizowanym art. 23 Drugiej Dyrektywy. Niemiecka doktryna, tradycyjnie przywiązana do idei ochrony kapitału spółki<sup>78</sup>, wskazywała na brak pogłębionej debaty nt. prawnych i ekonomicznych aspektów pomocy finansowej, w tym korzyści i ryzyk związanych z przyjęciem nowych regul<sup>79</sup>, co przełożyło się na wstrzemięźliwe oceny propozycji poluzowania zakazu takich działań, przedstawionych przez Grupę *Wintera* w 2002 r.<sup>80</sup>. Pro-

---

<sup>74</sup> H. Merkt, w: Aktiengesetz, § 71a AktG, Nb 20.

<sup>75</sup> D. Solveen, w: Aktiengesetz Kommentar (Hrsg. W. Hölters), § 71a AktG, Nb 10. W ocenie niektórych autorów zakres ograniczeń obowiązujących w obrębie koncernu faktycznego jest sporny (por. T. Hartung, Financial assistance, s. 135; U. Hüffer, Aktiengesetz, § 71a AktG, Nb 2; M. Tasma, Leveraged Buyout, s. 297).

<sup>76</sup> U. Hüffer, Aktiengesetz, § 71a AktG, Nb 2.

<sup>77</sup> D. Solveen, w: Aktiengesetz Kommentar (Hrsg. W. Hölters), § 71a AktG, Nb 6.

<sup>78</sup> T. Hartung, Financial assistance, s. 229; zob. też F. Hassner, Finanzielle Unterstützung, s. 273.

<sup>79</sup> Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht z 1.3.2003 r., ZIP 2003, 873 (zob. też J. Oechsler, w: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1, § 71a AktG, Nb 8). Podobnie komisja legislacyjna Bundestagu – zob. Beschlussempfehlung und Bericht des BT-Rechtausschusses zum RegE für das ARUG, BT-Drucksache 16/13098, 20.5.2009 r. (Drucksache 16/13098), <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/130/1613098.pdf> (dostęp: 1.4.2022 r.), stwierdzając że „zakres zastosowania § 71a AktG, art. 23 Drugiej Dyrektywy nie rysuje się [...] wyraźnie”. Zob. też F. Hassner, Finanzielle Unterstützung, s. 278, który wskazuje, że implementacja propozycji unijnych nigdy nie była poważnie rozważana.

<sup>80</sup> F. Hassner, Finanzielle Unterstützung, s. 278 i 272, wskazując również na incydentalne głosy poparcia dla idei implementacji.

pozycje te nie spotkały się wprawdzie z jednoznaczną krytyką<sup>81</sup>, niemniej przeważała opinia, że ich wdrożenie wymagałyby nakładów niewspółmiernych do spodziewanych korzyści<sup>82</sup>.

## § 4. Prawo francuskie

W prawie francuskim, podobnie jak w angielskim i niemieckim, obowiązuje bezwzględny zakaz świadczenia przez spółki akcyjne pomocy finansowej (*l'assistance financière*). Decyzję o nieimplementowaniu unijnej procedury finansowania (art. 64 Dyrektywy 2017/1132) uzasadnia się z potrzebą zapewnienia właściwego poziomu ochrony spółek przed nadużyciami<sup>83</sup>.

Zakaz finansowania jest wyrażony obecnie w art. L. 225–216 C. Com.<sup>84</sup>, który odwzorowuje pierwotną treść art. 23 Drugiej Dyrektywy i stanowi, że spółka akcyjna nie może dokonywać zaliczkowych wypłat, udzielać pożyczek ani ustanawiać zabezpieczeń mających na celu objęcie lub nabycie akcji spółki przez osoby trzecie. Zakaz ten nie dotyczy bieżących transakcji instytucji kredytowych (*entreprises de crédit*) ani spółek finansowych (*les sociétés de finance-ment*), a także transakcji dokonywanych w celu nabycia akcji przez pracowników spółki, spółki od niej zależnej (*filiale*) lub spółki objętej grupowym planem oszczędzania, ustanowionym zgodnie z art. L. 444–3 francuskiego kodeksu pracy. Zgodnie z art. L. 227–1 C. Com. art. L. 225–216 C. Com. ma zastosowanie również do uproszczonych spółek akcyjnych (*sociétés par actions simplifiées – SARL*).

Zakaz pomocy finansowej obwarowany jest sankcją karną. W świetle art. L242–24 akapit 2 C. Com. członkowie kadry zarządzającej spółki, którzy ponoszą odpowiedzialność za realizację transakcji naruszających art. L. 225–216, podlegają karze grzywny do wysokości 150 tys. euro. Sankcję karną traktuje się w literaturze jako argument za przyjęciem wąskiej wykładni zakazu *financial assistance*<sup>85</sup>. Niektórzy autorzy uznają, że art. L. 225–216 obejmuje

---

<sup>81</sup> *Ibidem*, s. 273.

<sup>82</sup> M. Habersack, *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach MoMiG*, s. 746.

<sup>83</sup> N. Spitz, J.-B. Poulle, *Les modifications de la deuxième directive*.

<sup>84</sup> Treść tego artykułu była pierwotnie ujęta w art. 217–9 Ustawy o spółkach z 1966 r. (Loi n°66–537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales), która straciła moc 1.1.2001 r.

<sup>85</sup> H. Le Nabasque, *À propos de l'article L. 217–9, passim*; A. Couret, *Domaine d'application de l'article 217–9 de la loi du 24 juillet 1966*, s. 67; L. Chammas, D. Marcheteau, C.-M. Hurel, LBO,

wyłącznie czynności wymienione w nim *expressis verbis*, tj. zaliczkowe wypłaty, pożyczki i zabezpieczenia<sup>86</sup>. Pośrednim, ale znamionym przejawem ograniczonej roli, jaką powyższa regulacja pełni w systemie francuskim, jest względna szczupłość miejsca poświęcanego jej w komentarzach do *Code de commerce* i w podręcznikowych opracowaniach prawa spółek<sup>87</sup>.

Postulat „ścisłej wykładni” art. L. 225–216 C. Com. nie jest jednak w doktrynie francuskiej bezsporny<sup>88</sup>, a poza tym – sam w sobie – jest nieostry i otwarty na interpretację. Przesłanek do jego uściślenia nie dostarczają w szczególności dość oczywiste przykłady czynności nieobjętych powyższą regulacją wskazywane przez autorów (np. dywidend czy zaliczek na poczet dywidendy)<sup>89</sup>, którzy dostrzegają jednocześnie zagrożenia związane z wąskim rozumieniem zakazu finansowania, zwłaszcza ryzyko nieuwzględnienia celów dyrektywy<sup>90</sup>. W tym kontekście rozważa się niekiedy dywersyfikację podejścia, polegającą na ograniczeniu wąskiej wykładni art. L. 225–216 do płaszczyzny karnej<sup>91</sup>.

Istotną rolę w ocenie czynności spółki z perspektywy zakazu pomocy finansowej odgrywa zakaz nadużywania majątku spółki (*l'abus de biens sociaux*)<sup>92</sup>. Zgodnie z art. L. 242–6 C. Com. członkowie zarządu (dyrektorzy) ponoszą odpowiedzialność karną za świadome wykorzystanie w złej wierze majątku spółki lub udostępnionego jej kredytu w sposób sprzeczny z interesem spółki, w celach osobistych lub w celu uprzywilejowania innej spółki lub przedsiębior-

---

rozd. II.B3.B (pkt 82); A. Sorensen, La fusion rapide en question, pkt 82 (odnotowując odmienne podejście części doktryny); N. Spitz, J.-B. Poulle, Les modifications de la deuxième directive, pkt 53.

<sup>86</sup> S. Robineau, Les interventions des sociétés sur leurs propres titres de capital, rozdz. II.A.2 (pkt 23).

<sup>87</sup> Por. A. Charvériat, A. Couret, B. Zabala, B. Mercadal, Sociétés commerciales 2013, Nb 68840–68842; J.-P. Valuet, A. Lienhard, P. Pisoni, Code des sociétés et des marchés financiers, s. 732–733.

<sup>88</sup> Szeroką wykładnię przyjmują np. J. Mestre, D. Velardocchio, Lamy Sociétés commerciales, s. 1910. Zob. też L. Malka, Les obstacles à la réalisation d'une fusion rapide, rozdz. 1.I.A.

<sup>89</sup> S. Robineau, Les interventions des sociétés sur leurs propres titres de capital, rozdz. II.A.2 (pkt 23).

<sup>90</sup> Zob. np. S. Sylvestre, Validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice, pkt II.2, postulujący szeroką interpretację pojęcia zabezpieczenia, o którym mowa w art. L. 225–216 C. Com.; zob. też L. Malka, Les obstacles à la réalisation d'une fusion rapide, rozdz. 1.I.A.

<sup>91</sup> S. Sylvestre, Validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice, pkt II.2.

<sup>92</sup> E. Cevaer, P.-E. Perrot, Le financement; L. Chammas, D. Marcheteau, C.-M. Hurel, LBO, rozdz. II.B3.B (pkt 90); S. Sylvestre, Validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice, rozdz. II.2. Szerzej nt *l'abus de biens sociaux* por. np. P. Merle, A. Fauchon, Droit commercial, s. 501.

stwa, z którymi pośrednio lub bezpośrednio powiązani są interesami. Powyższa reguła ogranicza swobodę spółki w ułatwianiu przejmowania jej akcji<sup>93</sup>. Akcesoryjną rolę odgrywa zakaz nadużywania praw większości (*l'abus de majorité*)<sup>94</sup>. W świetle klasycznej definicji tego zakazu wypracowanej w orzecznictwie, niedozwolone są decyzje korporacyjne, sprzeczne z interesem spółki, mające na celu wyłącznie uprzywilejowanie akcjonariuszy większościowych<sup>95</sup>. Ryzyko nieprawidłowości powstaje w sytuacji, w której w spółce pozostają akcjonariusze mniejszościowi, tj. wówczas, gdy inwestor nie zdoła nabyć 100% akcji spółki celu. W takim przypadku wszelkie rozstrzygnięcia dotyczące finansowania nabycia przez spółkę cel, sprzeczne z art. L. 225–216 (np. pożyczka udzielona nabywcy, ustanowienie zabezpieczenia na aktywach przejmowanej spółki, połączenie spółek) mogą być kwestionowane przez mniejszościowego akcjonariusza spółki celu<sup>96</sup>.

## § 5. Prawo unijne

Pierwszy projekt dyrektywy kapitałowej, przedłożony Radzie WE przez Komisję w 1970 r., nie zawierał odniesień do finansowania przez spółki nabycia lub objęcia emitowanych przez nie akcji<sup>97</sup>. Inicjatywę uregulowania tego zagadnienia zgłosiła dopiero w 1973 r. delegacja brytyjska, która przyłączyła się do prac nad dyrektywą w związku z akcesją Wielkiej Brytanii do EWG<sup>98</sup>. W ramach debaty nad nabywaniem akcji własnych przez spółki akcyjne strona brytyjska zaproponowała uregulowanie warunków udzielania przez spółki pomocy finansowej na nabywanie tych akcji przez osoby trzecie<sup>99</sup>, przedkładając jednocześnie projekt takiej regulacji – oznaczony jako art. 18a dyrektywy – nawiązujący do modelu *whitewash procedure*, opracowanego w latach 60. XX w. przez Komisję *Jenkinsa*<sup>100</sup>. Zapis nie spotkał się z aprobatą pozostałych delega-

---

<sup>93</sup> E. Cevaer, P.-E. Perrot, *Le financement*, rozdz. II.A.1.

<sup>94</sup> *Ibidem*.

<sup>95</sup> P. Merle, A. Fauchon, *Droit commercial*, s. 728.

<sup>96</sup> E. Cevaer, P.-E. Perrot, *Le financement*, rozdz. II.A.2.

<sup>97</sup> Proposition d'une Deuxième Directive Du Conseil/Exposé des Motifs, COM(70)232 final.

<sup>98</sup> U. Schroeder, *Finanzielle Unterstützung*, s. 16.

<sup>99</sup> Druk (nota) z 10.12.1974 r., 2174/74 (ES 196). U. Schroeder, *Finanzielle Unterstützung*,

s. 15; C. Gasser, *Finanzielle Unterstützung*, s. 15.

<sup>100</sup> Zob. rozdz. 1.2 (Prawo angielskie). Podobieństwo to kwestionuje F. Hassner, *Finanzielle Unterstützung*, s. 171 [szerzej o tym w rozdz. 2.2.II (Asocjacje art. 64 Dyrektywy 2017/1132 z systemem angielskim)].



[Przejdź do księgarni →](#)



[ksiegarnia.beck.pl](https://ksiegarnia.beck.pl)