

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

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wstęp

Zasady finansowania przez spółki akcyjne nabycia lub objęcia emitowanych przez nie akcji (pomoc finansowa, *financial assistance*) są stałym przedmiotem dociekań w krajowej i zagranicznej doktrynie prawa. Nowelizacja Drugiej Dyrektywy Rady 77/91/EWG¹ dokonana w 2006 r. wprowadziła w miejsce generalnego zakazu pomocy finansowej (uwzględniającego dwa wyjątki) możliwość uzależnienia jej od określonych wymogów formalnych i merytorycznych. Powyższa zmiana jedynie w ograniczonym stopniu poluzowała gorset prawny nałożony na spółki akcyjne. Część autorów przyjęła ją sceptycznie jako rozwiązanie kazuistyczne i niepraktyczne, stanowiące wręcz antytezę deklarowanego celu nowelizacji, jakim było uproszczenie i unowocześnienie prawa spółek.

Mimo to w 2008 r. polski ustawodawca w pełnym zakresie transponował nowe rozwiązania. Poszerzyło to pole zagadnień związanych z pomocą finansową, które mogą być badane w realiach krajowych. Tłem dla takich rozważań są klasyczne, dialektycznie powiązane cele prawa spółek: zapewnienie bezpieczeństwa akcjonariuszy i wierzycieli oraz statuowanie rozwiązań zwiększających skuteczność i konkurencyjność przedsiębiorstw.

Problematyka pomocy finansowej jest uwikłana w bardzo różne aspekty prawa handlowego i cywilnego, a w konsekwencji ma charakter wielowątkowy i sporny. Potwierdzają to doświadczenia zagraniczne w płaszczyźnie legislacyjnej, judykacyjnej i doktrynalnej. Ich przykładem jest ewolucja angielskiego zakazu *financial assistance* oraz opartego na nim orzecznictwa i doktryny². W pi-

¹ Druga dyrektywa Rady nr 77/91/EWG z 13.12.1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.Urz. UE L z 1977 r. Nr 26, s. 1 ze zm.) – dalej określana, jako Druga Dyrektywa. Jej treść stanowi obecnie część Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1132 z 14.6.2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (Dz.Urz. UE L Nr 169, s. 46 ze zm.) – dalej określanej jako Dyrektywa 2017/1132.

² Jak konstatują autorzy jednego z podręczników do angielskiego prawa spółek w kontekście reformy zasad *financial assistance* w ustawie o spółkach z 1981 r. (Company Act 1981), „zagadnie-

śmiennictwie niemieckojęzycznym powstały liczne monografie prawnicze nt. zakazu i kwestii pokrewnych (np. wykupu lewarowanego)³.

Analiza powyższego dorobku uświadamia potrzebę ostrożnego formułowania priorytetów badawczych. Stosunkowo częste jak na realia prawa spółek zmiany legislacyjne w dziedzinie pomocy finansowej (zwłaszcza w systemie angielskim) przyczyniły się do zatarcia *ratio legis* obowiązujących przepisów, co utrudnia identyfikowanie pożądaných kierunków reform. Kwestią o pierwszorzędnym znaczeniu staje się wnikliwe testowanie formułowanych wcześniej w doktrynie hipotez i postulatów. Potrzeba takiej polemiki była jedną z przyczyn powstania niniejszej monografii.

Jej cel jest zakreślony szeroko. Obejmuje zbadanie, czy polski ustawodawca prawidłowo transponuje art. 64 Dyrektywy 2017/1132, czy pojmowanie obowiązujących przepisów jest zgodne z językowymi i pozajęzykowymi regułami wykładni, a przede wszystkim, czy i w jakim zakresie należy rozważyć nowelizację art. 345 KSH. Towarzyszy temu refleksja nad samą potrzebą ograniczania swobody spółek w zakresie *financial assistance*, aczkolwiek, z uwagi na związanie polskiego ustawodawcy prawem unijnym, kwestia ta nie stanowi osi rozważań.

Określenie racjonalnych zasad wspierania przez spółki nabycia emitowanych przez nie akcji jest istotne dla prawidłowego funkcjonowania rynku przejęć, finansowania przedsiębiorstw i ochrony interesariuszy. Tej właśnie materii dotyczy niniejsza rozprawa. Jej przewodnią tezą jest twierdzenie, że powyższe reguły są ujęte w polskim systemie zbyt szeroko i zbyt rygorystycznie w stosunku do wzorca unijnego, doświadczeń zagranicznych i potrzeb obrotu. Otwarta formuła art. 345 § 1 KSH, przejęta jeszcze z pierwotnego tekstu ustawy, odbiega od regulacji niemieckich, francuskich, do pewnego stopnia również angielskich, które wymieniają czynności finansowania enumeratywnie. *De lege ferenda* zasadne jest uściślenie tego przepisu, jak również modyfikacja pozostałej części art. 345 KSH. Racjonalnej często krytyce ograniczeń finansowania nie zawsze bowiem towarzyszy pragmatyczne (spójne z nią) podejście do zasad realizowania takich transakcji.

Wobec złożonych uwarunkowań aksjologicznych zakazu *financial assistance*, niniejsza praca nie forsuje „programowo” jego zawężającej wykładni,

niu temu poświęcono prawdopodobnie więcej uwagi aniżeli całej reszcie ustawy” – zob. *P.L. Davies, S. Worthington, Principles*, s. 361 (*probably more midnight oil was burnt on this subject than on all the rest of that Act*).

³ Wśród nich publikacje *U. Schroedera* (1995), *C. Gasser* (2009), *T. Hartunga* (2010), *J. Brosiusa* (2011) czy *F.A. Hassnera* (2014) – wszystkie powoływane szczegółowo w dalszej części pracy.

a zwłaszcza nie pomija oczywistych preferencji unijnego prawodawcy. Tworzy to grunt m.in. do podjęcia dyskusji z dominującym poglądem doktryny, że w transakcjach łączenia spółek stosowanie ogólnych przepisów o ochronie kapitału (w tym art. 345 KSH) jest wyłączone. Twierdzę, że takie wyłączenie nie ma podstawy prawnej i byłoby szkodliwe dla interesariuszy. Konsekwencje powyższej tezy wykraczają poza tytułową problematykę, a nawet dopiero poza nią (głównie na gruncie art. 344 § 1 KSH) nabierają pełnej wyrazistości i doniosłości.

Zasadniczy korpus pracy dzieli się na osiem rozdziałów. Każdy z nich stanowi osobne zamierzenie badawcze, podporządkowane bezpośrednio lub pośrednio weryfikacji powyższych twierdzeń.

Rozdział 1 zawiera genezę i opis zagranicznych przepisów poświęconych pomocy finansowej stanowiących punkt odniesienia dla dalszych dociekań, tj. przepisów angielskich, niemieckich i francuskich, a także regulacji unijnej. Przegląd ten ma na celu wprowadzenie w tytułową problematykę i ułatwia percepcję uwag prawnoporównawczych w dalszych częściach pracy.

Rozdział 2 porządkuje zasady wykładni przepisów dotyczących pomocy finansowej. Ponieważ treść art. 345 KSH została zasadniczo „narzucona” polskiemu systemowi przez prawodawcę unijnego, istotne znaczenie ma zidentyfikowanie szerszej (zewnątrznej) płaszczyzny odniesienia, a więc określenie roli wykładni porównawczo-historycznej w analizie *acquis communautaire*. Zagadnienie to, choć dostrzegane przez polskich autorów, nie doczekało się jak dotąd pogłębionej analizy. Praca dąży do przynajmniej częściowego wypełnienia tej luki. Rozdział 2 stanowi ponadto wprowadzenie do analizy *ratio* art. 345 KSH, z uwagi na potrzebę prześledzenia motywów i okoliczności powstania regulacji unijnej.

Rozdział 3 opisuje istotę i *ratio* ograniczeń pomocy finansowej. Konieczne m.in. jest uściślenie granicy między art. 345 KSH i pozostałymi przepisami Kodeksu, poświęconymi ochronie kapitału. Przepływy finansowe między spółką a nabywcą akcji lub subskrybentem mogą być realizowane w rozmaitych konfiguracjach podmiotowych, nie zawsze traktowanych jako pomoc finansowa. Takie sytuacje wynikają często z próby obejścia innych zasad, np. obowiązku wniesienia pełnego wkładu na akcje (art. 329 § 1 KSH), zakazu zwrotu wpłat na akcje (art. 344 § 1 KSH) czy zakazu zwolnienia z obowiązku pełnego wniesienia wkładu (art. 344 § 2 KSH). Analiza powyższych kwestii ma istotne znaczenie dla zrozumienia i prawidłowej wykładni art. 345 KSH.

Rozdział 4 naświetla pojęcie pomocy finansowej. Art. 345 § 1 KSH ma, jak wspomniano, charakter otwarty, co wynika przede wszystkim z użycia sfor-

mułowania „w szczególności” i niezdefiniowanego zwrotu „finansować”. Zakres tej otwartości jest jednak różnie rozumiany, co stawia przed doktryną zadanie jego konkretyzacji. Służy temu analiza kluczowych elementów art. 345 § 1 KSH, zwłaszcza pojęcia „celu finansowania”. Jej rozwinięciem jest studium wybranych transakcji, które mogą być identyfikowane jako pomoc finansowa. Rozważania są ukierunkowane na analizę praktycznych aspektów regulacji kodeksowej. Osobny podrozdział poświęcono finansowaniu pośredniemu, zwłaszcza jego najbardziej reprezentatywnej, a zarazem problematycznej postaci, jaką jest pośrednictwo spółek zależnych.

Rozdział 5 analizuje relacje między art. 345 KSH a przepisami Tytułu IV Kodeksu (łączenie, podział i przekształcanie spółek). Ekskurs w stronę reżimu łączeniowego jest uzasadniony doniosłym znaczeniem w obrocie transakcji typu *merger leveraged buy-out* (MLBO), stanowiącej kombinację finansowanego długiem nabycia większościowego pakietu akcji spółki celu przez tzw. spółkę specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle*) oraz późniejszego połączenia obu spółek w trybie art. 491 i n. KSH.

Rozdział 6 opisuje zasady udzielania pomocy finansowej zawarte w art. 345 § 2–7 KSH. Praktyczne znaczenie tych przepisów jest ograniczone. W latach 2008–2019 ukazało się w Monitorze Sądowym i Gospodarczym tylko 57 ogłoszeń dotyczących art. 345 KSH, co daje wyobrażenie o maksymalnej liczbie transakcji, jakie mogły być przeprowadzone na podstawie art. 345 § 2–7 KSH⁴. Częstotliwość ogłoszeń nie wykazuje przy tym tendencji rosnącej. Powyższe jest zapewne w jakimś stopniu skutkiem obiektywnych uwarunkowań prawa unijnego, niemniej utrudnieniem jest również sposób jego transpozycji. Jednym z celów niniejszej pracy jest ograniczenie wątpliwości, które przepisy Kodeksu niekiedy wywołują. Niektóre zagadnienia w rozdziale 6 opisano szerzej, ze względu na ich ogólne znaczenie dla prawa spółek.

Rozdział 7 jest poświęcony konfiguracjom podmiotowym, wobec których Kodeks, śladem prawa unijnego, przewiduje zwolnienie spółki z ogólnych wymogów określonych w art. 345 § 2, 3, 5–7 KSH, tj. świadczeniom spełnianym w ramach zwykłej działalności instytucji finansowych oraz świadczeniom spełnianym na rzecz pracowników, na podstawie art. 345 § 8 KSH. Przepis ten,

⁴ Źródłem informacji są sprawozdania zarządów spółek planujących udzielenie finansowania, złożone do sądu rejestrowego i ogłoszone zgodnie z art. 345 § 7 KSH. Sama wzmianka w rejestrze o złożeniu i ogłoszeniu sprawozdania nie przesądza o tym, że transakcja finansowania została zrealizowana.

z uwagi na ograniczone znaczenie praktyczne procedury statuowanej w § 2–7, stanowi obecnie kluczowy element regulacji *financial assistance*.

Rozdział 8 przedstawia skutki naruszenia przepisów art. 345 KSH. Częściowo pełni też funkcję podsumowania, z uwagi na konieczność odwołania się do analiz przeprowadzonych na etapach poprzedzających.

Pracę kończy zestawienie głównych ustaleń, tez i postulatów *de lege ferenda*.

W badaniach przedstawionych w pracy wykorzystano przede wszystkim metodę formalno-dogmatyczną. Z uwagi na otwartą formułę ograniczeń finansowania kluczowe znaczenie mają systemowo-funkcjonalne analizy art. 345 KSH. Wśród nich bardzo ważną rolę odegrała wykładnia historyczna. Zakres i przesłanki jej zastosowania w kontekście unijnym wymagały szerszego opisu, wykraczającego poza niniejsze wprowadzenie, co uczyniono w rozdziale 3.

Praca dość obszernie czerpie z zagranicznych źródeł prawa, doktryny i orzecznictwa. Nie zawsze były one traktowane jako azymut legislacyjny; celem była raczej krytyczna analiza i wykorzystanie *pro domo sua* doświadczeń zebranych w państwach, w których regulacje poświęcone pomocy finansowej obowiązują dłużej niż w Polsce. Dlatego, niezależnie od wprowadzającego opisu rozwiązań angielskich, niemieckich, francuskich i unijnych (rozdział 1), uwagi komparatystyczne towarzyszą większości prowadzonych analiz.

W niektórych kwestiach (takich jak *ratio* art. 345 KSH, transakcje MLBO, funkcjonalność kapitału rezerwowego czy obowiązek zapewnienia ceny godziwej akcji) celowe było pogłębienie wątków ekonomicznych, finansowych lub rachunkowych. Przemawiały za tym względy merytoryczne, jak i sygnalizowany walor metodologiczny takiego podejścia na tle aktualnego stanu literatury. W tym względzie praca nawiązuje do założeń ekonomicznej analizy prawa (*law & economics*), mianowicie dąży do uwzględnienia gospodarczego kontekstu badanych rozwiązań oraz, szczególnie w aspekcie *de lege ferenda*, realizacji postulatu efektywności i racjonalnej alokacji zasobów.

W monografii akcesoryjnie wykorzystano metodę empiryczną, mianowicie dokonano przeglądu ogłoszonych w MSiG sprawozdań zarządów spółek planujących udzielenie pomocy finansowej. Opracowanie uwzględniła stan prawny na 1.5.2022 r.

[Przejdź do księgarni →](#)