

Michał Miedziński

AUTOREFERAT PRACY DOKTORSKIEJ
„Finansowanie przez spółkę
nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji
w prawie polskim na tle porównawczym”

Promotor: prof. dr hab. Michał Romanowski

Recenzenci: dr hab. Piotr Wiórek, prof. Uniwersytetu Wrocławskiego, LL.M
dr hab. Tomasz Siemiątkowski, prof. Szkoły Głównej Handlowej

Warszawa, maj 2021

I. Uzasadnienie wyboru tematu

Przedmiotem dysertacji jest finansowanie przez spółki akcyjne nabycia lub objęcia emitowanych przez nie akcji (pomoc finansowa, *financial assistance*). W polskim prawie zagadnienie to jest uregulowane w art. 345 KSH.

O wyborze powyższego tematu zadecydowała jego doniosłość praktyczna i teoretyczna. Zasady finansowania rzutują na szeroką sferę stosunków prawnych (organizacyjnych, korporacyjnych, kontraktowych) i wpływają na sytuację rozmaitych podmiotów z otoczenia spółki (inwestorów, wierzycieli, członków organów, pracowników). Wynika to w znacznej mierze z charakteru art. 345 KSH, jako regulacji ochronnej, która zgodnie z wykładnią celowościową powinna być interpretowana szeroko. Problematyka *financial assistance* ma jednocześnie duży potencjał badawczy - jest wielowątkowa, sporna i uwikłana w różne aspekty prawa handlowego i cywilnego. Potwierdzają to doświadczenia zagraniczne w płaszczyźnie legislacyjnej, judykacyjnej i doktrynalnej. Przykładem jest blisko stuletnia historia przepisów angielskich oraz opartego na nich, bezpośrednio lub pośrednio, orzecznictwa państw Commonwealth.

W polskiej literaturze, obok innych opracowań, ukazały się dotychczas dwie monografie na temat pomocy finansowej. Pierwszą jest praca Jędrzeja Jerzmanowskiego (2016), dotycząca finansowania przez spółkę inwestycji w jej akcje w procesie wykupu menedżerskiego (*management buyout*). Drugą jest przekrojowe studium prawnych uwarunkowań *financial assistance*, autorstwa Pauliny Kimli-Kaczorowskiej (2020). Obydwie prace w istotnym stopniu naświetliły genezę, zakres i cele art. 345 KSH, ale też znacząco poszerzyły pole dyskusji i badań.

Analiza powyższego dorobku uświadamia potrzebę ostrożnego formułowania priorytetów badawczych. Doświadczenia angielskie sugerują, że częste zmiany legislacyjne w dziedzinie pomocy finansowej zacierają *ratio* obowiązujących przepisów i mogą utrudniać identyfikowanie pożądanego kierunku reform w późniejszym czasie. Pierwszorzędne znaczenie ma w tej sytuacji nie tylko formułowanie postulatów *de lege ferenda*, ale i wnikliwe testowanie wcześniej zgłoszonych hipotez i uwag *de lege lata*. Takie podejście pozwala niekiedy wypracować na gruncie doktrynalnym konsensus, który w sposób faktyczny (quasi-normatywny) i bez ryzyka nadregulacji kształtuje praktykę obrotu.

Możliwość i zasadność pogłębienia debaty w zakresie *financial assistance* z ukierunkowaniem na powyższy cel, niezależnie od postulatów *de lege ferenda*, stanowiła podstawową przesłankę wyboru tematu rozprawy. W pracy poruszono zarówno kwestie związane *stricte* z

finansowaniem, jak i - proponując niekiedy nowe ujęcie - sprawy ogólniejsze, ważne dla doktryny prawa spółek, takie jak pojęcie akcjonariusza, pojęcie zwrotu wkładu czy stosowanie przepisów o ochronie kapitału w procesach łączenia spółek. Szerzej, niż w dotychczasowych opracowaniach opisano też ekonomiczno-finansowe aspekty tytułowej problematyki, co pozwoliło uściślić rezultaty analiz.

II. Metody badawcze

Podstawową metodą badawczą stosowaną w pracy jest metoda formalno-dogmatyczna. Z uwagi na otwartą formułę ograniczeń finansowania, kluczowe znaczenie mają systemowo-funkcjonalne analizy art. 345 KSH.

Ważną rolę w analizie *ratio* art. 345 KSH odgrywa wykładnia historyczna. Zakres i przesłanki jej stosowania w kontekście unijnym zostały szerzej wyjaśnione w rozdziale 3 dysertacji.

W pracy starano się obszernie czerpać z zagranicznych źródeł prawa, doktryny i orzecznictwa, ze szczególnym uwzględnieniem systemów prawnych, w których odpowiednie regulacje obowiązują dłużej, niż w Polsce. Dlatego, niezależnie od wprowadzającego opisu rozwiązań angielskich, niemieckich, francuskich i unijnych (rozdział 1), uwagi komparatystyczne są stałym elementem prowadzonych rozważań.

W niektórych kwestiach (np. w odniesieniu do *ratio* art. 345 KSH, transakcji wykupu lewarowanego, kapitału rezerwowego, ceny godziwej akcji) celowe było pogłębienie ekonomicznych, finansowych lub rachunkowych wątków analizy. Przemawiały za tym względy merytoryczne, jak i sygnalizowany walor metodologiczny takiego podejścia na tle obecnej literatury. Praca nawiązuje w tym zakresie 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 rozprawie akcesoryjnie wykorzystano też metodę empiryczną, mianowicie dokonano przeglądu ogłoszonych w MSiG sprawozdań zarządów spółek planujących udzielenie pomocy finansowej.

III. Cele i hipotezy badawcze

Zasadniczym celem dysertacji było zbadanie, czy polski ustawodawca prawidłowo transponował art. 64 Dyrektywy 2017/1132, czy pojmowanie obowiązujących przepisów jest

zgodne z językowymi i pozajęzykowymi regułami wykładni, jak również, czy i w jakim zakresie należy rozważyć nowelizację art. 345 KSH. Towarzyszy temu ogólniejsza refleksja nad samą celowością wprowadzania ograniczeń w zakresie *financial assistance*, aczkolwiek, z uwagi na związanie polskiego ustawodawcy prawem unijnym, nie stanowi ona osi rozważań.

Wiodącą hipotezą jest twierdzenie, że polskie reguły *financial assistance* są ujęte 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* zasadna jest również modyfikacja innych przepisów art. 345 KSH. Racjonalnej krytyce ograniczeń finansowania nie zawsze bowiem towarzyszy pragmatyczne (spójne z tą krytyką) podejście do zasad realizowania transakcji. Znajduje to niekiedy wyraz w nazbyt formalistycznej wykładni Kodeksu.

Wobec złożonych uwarunkowań aksjologicznych art. 345 KSH, rozprawa nie forsuje „programowo” jego zawężającej wykładni, a zwłaszcza nie pomija oczywistych preferencji prawodawcy unijnego. Powyższe tworzy 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. Praca zmierza do wykazania, że takie wyłączenie nie ma podstawy prawnej i byłoby szkodliwe dla interesariuszy. Konsekwencje tej tezy wykraczają poza tytułową problematykę, a nawet dopiero poza nią (głównie na gruncie art. 344 § 1 KSH) nabierają pełnej doniosłości.

IV. Struktura pracy

Zasadniczy korpus pracy składa się ze wstępu, ośmiu rozdziałów i podsumowania. Załączona bibliografia obejmuje wykazy literatury, orzecznictwa, aktów prawnych, materiałów legislacyjnych oraz innych materiałów wykorzystanych w badaniu.

Rozdział 1. dysertacji opisuje regulacje prawne stanowiące główny punkt odniesienia dla prowadzonych dociekań, tj. przepisy angielskie, niemieckie, francuskie i unijne. Przegląd ten ma na celu wprowadzenie w tytułową problematykę i ułatwia percepcję uwag prawnooporównawczych w dalszych rozdziałach.

Rozdział 2. porządkuje zasady wykładni przepisów dotyczących pomocy finansowej w kontekście autonomii prawa unijnego. W polskiej doktrynie w zasadzie bez echa przeszła ożywiona dyskusja na ten temat prowadzona w Niemczech. W pierwszej niemieckiej monografii poświęconej *financial assistance*, autorstwa U. Schroedera (1990), *ratio* odpowiednich regulacji unijnych (art. 23 Drugiej Dyrektywy) oraz niemieckich (§ 71a ust. 1 Aktiengesetz) było analizowane przez pryzmat rozwiązań angielskich, traktowanych jako wzorcowe. W najnowszej literaturze podejście to poddano krytyce. Obszerne stanowisko polemiczne zajął m.in. F. Hassner (2016), kwestionując wiodącą rolę koncepcji brytyjskich i uznając regulację unijną za wypadkową rozwiązań znanych również innym systemom europejskim. Za metodologicznie wadliwe autor ten uznał m.in. interpretowanie *ratio* unijnego zakazu *financial assistance* przez pryzmat prawa krajowego. Dysertacja broni stanowiska pośredniego. Zgodnie z zasadą autonomii prawa unijnego, uznano (inaczej, niż w opracowaniu U. Schroedera), że rozwiązania angielskie nie determinują samodzielnie *ratio* art. 23 Drugiej Dyrektywy (obecnie art. 64 Dyrektywy 2017/1132). Jednocześnie wykazano, że związek regulacji unijnych z systemem angielskim jest na tyle znaczący, że (wbrew stanowisku F. Hassnera) w wielu aspektach metodologicznie uprawnione jest traktowanie tego systemu, jako istotnego punktu odniesienia (a nie „jednego z wielu”).

Rozdział 3. opisuje istotę i *ratio* ograniczeń pomocy finansowej. Konieczne było m.in. uściślenie granicy między art. 345 KSH a 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 sformułowania „w szczególności” i niezdefiniowanego zwrotu „finansować”. Zakres tej „otwartości” jest jednak różnie rozumiany, co stawia przed doktryną niełatwe zadanie jego skonkretyzowania. Służy temu analiza kluczowych elementów konstrukcyjnych art. 345 § 1 KSH, zwłaszcza pojęcia „celu”. Jej rozwinięciem jest przegląd wybranych transakcji, które można identyfikować, jako pomoc finansową. Rozważania zmierzają do uchwycenia istoty tego, co można by nazwać „ukrytym

finansowaniem”. Znaczna część takich działań spełnia kryteria tzw. „ukrytych wypłat”, zatem ich analiza jest też istotna z perspektywy ogólnych zasad ochrony kapitału. Osobny podrozdział poświęcono finansowaniu pośredniemu, zwłaszcza jego najbardziej reprezentatywnej, ale i problematycznej postaci, jaką jest pośrednictwo spółek zależnych.

Rozdział 5. zawiera analizę relacji 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. Tezy przedstawione w tym rozdziale, w kontekście aktualnych poglądów polskiej doktryny, mogą stanowić pewne zaskoczenie dla czytelnika, dlatego towarzyszą im szersze analizy funkcjonalne i porównawcze.

Rozdział 6. opisuje zasady udzielania pomocy finansowej zawarte w art. 345 § 2 – 7 KSH. Praktyczne znaczenie tych przepisów wydaje się 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 KSH. Częstotliwość ogłoszeń nie wykazuje przy tym tendencji rosnącej. W jakimś stopniu powyższy stan rzeczy można przypisać obiektywnym uwarunkowaniom prawa unijnego, tym niemniej utrudnieniem może być też sposób jego implementacji. Jednym z celów niniejszej pracy jest ograniczenie wątpliwości, które wywołują przepisy Kodeksu spółek handlowych.

Rozdział 7. jest poświęcony konfiguracjom podmiotowym, wobec których Kodeks spółek handlowych 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, z uwagi na ograniczone znaczenie praktyczne procedury statuowanej w § 2 – 7, wydaje się stanowić obecnie kluczowy element regulacji *financial assistance*.

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

W podsumowaniu przedstawiono główne ustalenia i postulaty *de lege ferenda*.

V. Ustalenia badawcze

Przeprowadzone badania potwierdziły słuszność głównej tezy rozprawy, iż art. 345 § 1 KSH jest ujęty zbyt szeroko i powinien być ściślej zharmonizowany z Dyrektywą 2017/1132.

W toku analiz dokonano też dodatkowych ustaleń istotnych dla reguł finansowania przez spółki nabycia lub objęcia emitowanych przez nie akcji. Są one wskazane poniżej.

(ratio ograniczeń pomocy finansowej)

1. Zasadnicze cele zakazu i ograniczeń finansowania obejmują ochronę wierzycieli spółki, zapobieganie nadużywaniu pozycji większości, zmniejszenie ryzyka nieuprawnionej ingerencji zarządu w strukturę akcjonariatu i zapobieganie obchodzeniu zakazu *buyback*. O tym, czy ograniczenia te będą identyfikowane silniej z ochroną kapitału spółki, czy problematyką ładu korporacyjnego, w znacznym stopniu decyduje sposób pojmowania zakazu zwrotu wpłat na akcje (art. 344 § 1 KSH). Na gruncie Kodeksu w ślad za tradycją niemiecką zakaz ten może być rozumiany szeroko - w aspekcie podmiotowym (poprzez ustalenie pojemnych konturów pojęcia akcjonariusza), jak i przedmiotowym (poprzez objęcie zakazem nie tylko definitywnych przysporzeń majątkowych na rzecz akcjonariuszy, ale i świadczeń „kredytowych”, takich, jak pożyczka, zabezpieczenie czy zaliczka, spełnionych bez zapewnienia spółce pełnowartościowego świadczenia zwrotnego, regresowego lub wzajemnego). Nawet przy szerokim rozumieniu art. 344 § 1 KSH, nie obejmuje on pewnych transakcji, zawieranych z osobami trzecimi, którym nie można przypisać statusu akcjonariusza, a także – jeśli przyjąć za częścią doktryny szeroką wykładnię tego przepisu - transakcji neutralnych bilansowo lub korzystnych ekonomicznie dla spółki, w których wyłącznym uzasadnieniem zakazu jest funkcjonalne powiązanie finansowania z przeniesieniem akcji (kryterium celu). Niemniej szerokie rozumienie art. 344 ust. 1 KSH w istotny sposób ogranicza autonomiczną funkcję art. 345 KSH.

(zakres ograniczeń pomocy finansowej)

2. Mając na uwadze wątpliwości dotyczące *ratio* ograniczeń pomocy finansowej, *de lege ferenda* warto rozważyć zastąpienie w art. 345 § 1 KSH pojęcia „finansować” sformułowaniem

„udzielać pożyczek, zaliczek i zabezpieczeń w celu”. Zmniejszałoby to ryzyko kwalifikowania, jako pomocy finansowej, czynności niemających „na celu” wspierania inwestycji w akcje, a jedynie pozostających z nią „w związku”.

3. Art. 345 § 1 KSH dotyczy finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji przez osobę trzecią. Nie obejmuje przypadków nabycia akcji na rachunek spółki, choćby pośrednik działał w swoim imieniu; ma to miejsce zwłaszcza wówczas, gdy odbiorca świadczenia jest obowiązany przenieść na spółkę nabyte akcje. Niekiedy można rozważać taką kwalifikację, mimo braku wspomnianego obowiązku – zwłaszcza, gdy spółka ponosi ekonomiczne ryzyko nabycia, względnie wystąpiła z inicjatywą nabycia lub ma prawo decydowania o losie akcji. W opisanych sytuacjach przekazanie środków nabywcy akcji podlega przepisom art. 362 § 4 i 365 § 1 KSH, a nie art. 345 KSH.

4. Zakres art. 345 § 1 KSH nie ogranicza się do stosunków pożyczki, zaliczkowej wypłaty i zabezpieczenia (zwrot „w szczególności”). Obejmuje on zróżnicowane transakcje, również wielopodmiotowe i łańcuchowe, w których świadczenie spółki niekoniecznie trafia bezpośrednio do nabywcy akcji lub subskrybenta. Charakter finansowania mogą mieć zwłaszcza uzgodnienia w sprawie *break fee*, gwarancja kursu akcji, zobowiązanie do odkupu akcji, *equity swap*, stabilizacja kursu akcji, wynagrodzenie za usługi gwarantowania emisji, zgoda na przejęcie długu, *cash pool* czy finansowanie nabycia lub objęcia instrumentów finansowych bezpośrednio lub pośrednio powiązanych z akcjami (np. świadectw tymczasowych, praw poboru, obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa, czy kwitów depozytowych).

5. Art. 345 § 1 KSH nie ogranicza się też do czynności o charakterze kredytowym. Obejmuje też definitywne przesunięcia majątkowe na rzecz osoby trzeciej. W zakresie, w jakim zakaz finansowania naruszającego wymogi ustawy pokrywa się z zakazem zwrotu wpłat na akcje, można mówić o zbiegu art. 345 § 1 i 344 § 1 KSH.

6. Należy jednak dążyć do pragmatycznej delimitacji zakresu art. 345 § 1 KSH poprzez wyłączenie z pojęcia „finansowanie” stosunków prawnych, które nie mają charakteru kredytowego i nie zmniejszają trwale wartości majątku spółki, choćby ich celem było wsparcie w nabyciu lub objęciu jej akcji (np. umów sprzedaży zawartych przez spółkę, jako kupującego, którym można byłoby przypisać opisany cel). Zważywszy na wątpliwości interpretacyjne, *de lege ferenda* należy postulować wyraźne doprecyzowanie tej kwestii w art. 345 § 1 KSH, poprzez usunięcie sformułowania „w szczególności”. Jest rzeczą otwartą, czy należałoby też zastrzec, że przepis ten obejmuje również czynności podobne do pożyczki, zabezpieczenia i

zaliczki. Aczkolwiek szeroki zakres tych pojęć, jako autonomicznych terminów unijnych, uzasadniałby rozciągnięcie znowelizowanego art. 345 § 1 KSH na stosunki „podobne”, można zakładać, że ustawowe przesądzenie tej kwestii zapobiegałoby obchodzeniu prawa.

7. Wspieranie przez spółkę zależną nabycia lub objęcia akcji spółki dominującej, może być traktowane niekiedy, jako tzw. finansowanie pośrednie realizowane przez spółkę dominującą (spółkę-cel). Takiej kwalifikacji nie należy jednak przyjmować *a priori*. Nie ma podstaw do traktowania spółki dominującej, jako podmiotu „finansującego pośrednio”, np. wówczas, gdy nie podejmuje ona żadnej aktywności związanej z nabyciem jej akcji. Powiązania kapitałowe mogą uzasadniać lub wzmacniać domniemanie, że działania spółki zależnej były elementem pomocy finansowej udzielonej przez spółkę dominującą. Domniemanie to powinno jednak opierać się na obiektywnych wskazaniach płynących z oceny okoliczności sprawy, doświadczenia życiowego i reguł logicznego myślenia. Przesłanką ustalenia, że spółka dominująca udzieliła pomocy pośredniej może być zidentyfikowanie zachowań inicjujących, wspierających lub aprobujących czynności spółki zależnej, względnie ujawnienie interesu dominującej (spółki-celu) w udzieleniu wsparcia w nabyciu jej akcji. Jako pomoc pośrednią można traktować przesunięcie aktywów spółki dominującej do zależnej, które umożliwi tej ostatniej sfinansowanie nabycia przez osobę trzecią akcji spółki dominującej.

8. Kryteria pomocy finansowej spełnia świadczenie przekazane przez spółkę dominującą spółce zależnej, przeznaczone na nabycie akcji spółki dominującej. Nie spełnia tych kryteriów wsparcie przez spółkę dominującą nabycia lub objęcia akcji spółki zależnej.

9. Ustawa nie ogranicza finansowania przez zależną spółkę akcyjną nabycia udziałów jej spółki dominującej, niebędącej spółką akcyjną, względnie spółką komandytowo-akcyjną.

(wykup lewarowany)

10. Całkowite zastąpienie instytucjonalnej ochrony wierzycieli, opartej o art. 344 i 345 KSH, systemem ochrony „prywatnej”, bazującej na inicjatywie interesariuszy (art. 495 i 496 KSH), musiałoby mierzyć się z pytaniem, czy w transakcji *downstream merger* wszyscy wierzyciele spółki przejmującej (zwłaszcza w przypadku umyślnego jej odkapitalizowania) są w stanie we właściwym czasie i w odpowiedni sposób zabezpieczyć swoje interesy. *De lege lata* nie ma stanowczych podstaw, ani powodu do wyłączenia ogólnych zasad ochrony kapitału w transakcjach łączenia spółek. Szeroki zasięg i sformalizowanie zasad statuowanych w Tytule IV KSH, nie upoważnia do traktowania ich, jako autonomicznego systemu ochrony wierzycieli i akcjonariuszy, tj. nie wyłącza stosowania przepisów art. 345 § 1, czy 344 § 1 KSH w

transakcjach łączenia spółek. Tezy o autonomii Tytułu IV w aspekcie ochrony kapitału nie uzasadnia w szczególności prounijna wykładnia Kodeksu. Nie czyni tego również art. 491 § 3 KSH, określający przesłanki ograniczenia zdolności łączeniowej.

11. Zmniejszenie aktywów netto spółki przejmującej, wynikające z przejęcia zobowiązań spółki przejmowanej w toku połączenia odwrotnego (*downstream merger*), może skutkować naruszeniem art. 344 § 1 KSH. Taki uszczerbek ma charakter obiektywny i daje się stosunkowo łatwo ustalić bez badania celu i motywów uczestników połączenia (które to badanie w przypadku uchwał WZA bywa problematyczne). Analiza transakcji pod kątem zgodności z art. 344 § 1 KSH koncentruje się na aspekcie bilansowym (ogólnym wyniku netto połączenia). Można sądzić, zważywszy na trudności w określeniu subiektywnych aspektów przejęcia spółki (cel), że w klasycznej operacji MLBO skutkującej niedokapitalizowaniem spółki przejmującej właśnie zarzut naruszenia art. 344 § 1, a nie 345 § 1 KSH będzie determinować strategię ochrony akcjonariuszy i wierzycieli spółki-celu, której majątek uległ zmniejszeniu.

12. Bez względu na stan bilansowy łączących się spółek, nie narusza zakazu zwrotu wkładów transakcja *upstream merger* przeprowadzona z wykorzystaniem zewnętrznego finansowania, tj. połączenie, w którym spółka dominująca przejmuje spółkę zależną po nabyciu jej akcji. Wniosek ten nie wynika w sposób oczywisty z ogólnej analizy przepisów Tytułu IV, ponieważ rezultat powyższej operacji (rozumiany, jako określona struktura udziałowa przejmującej spółki i skład jej majątku) odpowiada zasadniczo skutkom połączenia odwrotnego (*downstream merger*). Takie stanowisko uzasadniają jednak normy proceduralne, odnoszące się do połączenia *upstream* (art. 516 § 1, art. 503¹ § 1, 515 § 1 czy 516 § 6 KSH). Ponadto kodeksowa zasada ochrony kapitału funkcjonuje wyłącznie w okresie istnienia spółki. Wykreślenie spółki-celu z rejestru w wyniku połączenia *upstream* czyni ochronę jej majątku bezprzedmiotową. Ochronę wierzycieli i akcjonariuszy spółki-celu, w związku z przeniesieniem jej majątku na spółkę przejmującą bez postępowania likwidacyjnego, zapewniają ponadto przepisy Tytułu IV, ustanawiające mechanizmy odpowiadające funkcjonalnie zasadom likwidacji spółki.

13. Z przeprowadzonej analizy nie wyłaniają się przesłanki do nowelizacji przepisów Tytułu IV KSH w oparciu o model włoski. Postulat implementowania rozwiązań zawartych w art. 2501-bis CC. wymagałby skonfrontowania z praktyką i potrzebami obrotu. Wstępne analizy sugerują jednak, że wobec zróżnicowanych preferencji i zapotrzebowania wierzycieli na informacje, podwyższenie wymogów informacyjnych w oparciu o ogólną i nieostrą formułę art. 2501-bis CC nie byłoby optymalnym rozwiązaniem. *De lege lata* to właśnie posiłkowe

stosowanie ogólnych zasad ochrony kapitału stanowi adekwatną odpowiedź na zagrożenie praw interesariuszy w transakcjach MLBO.

(zasady finansowania)

13. Art. 345 § 1 KSH nie różnicuje statusu świadczeń spółki w zależności od ich wartości, a zwłaszcza nie wprowadza zasady *de minimis*, umożliwiającej swobodne dokonywanie drobnych świadczeń (znanej np. prawu angielskiemu). Niemniej wartość świadczenia nie jest obojętna dla jego kwalifikacji prawnej. Sygnalizuje określone intencje stron, a tym samym współokreśla cel stosunku prawnego i jego charakter (jako pomocy finansowej lub czynności nieobjętej art. 345 KSH).

14. Nieostrość i wieloznaczność sformułowań użytych w art. 345 § 6 KSH utrudniają sporządzenie sprawozdania zarządu, o którym mowa w tym przepisie. Należy jednak kłaść nacisk - nie na formalną stronę sprawozdania, lecz na wyczerpujący opis transakcji finansowania. Ustawodawca nie określił terminów poszczególnych czynności związanych ze sprawozdaniem (sporządzenia, przedłożenia akcjonariuszom i publikacji). Reguły, które można wywieść z językowej wykładni Kodeksu, nie zawsze są optymalne. W szczególności ustawa nie zabrania wprost ogłoszenia sprawozdania po udzieleniu pomocy finansowej, co wydaje się niweczyć jego zasadniczy cel i rodzi obawę, że spółki będą odwlekać publikację, dążąc do jak najdłuższego utrzymania swoich działań w tajemnicy. *De lege ferenda* należy postulować wprowadzenie obowiązku dokonania ogłoszenia przed zawarciem transakcji.

15. Art. 345 § 1 KSH nie precyzuje, czy uchwała WZA może upoważniać ogólnie zarząd do zawierania transakcji finansowania w przyszłości, czy też powinna odnosić się do konkretnych czynności spółki. Funkcjonalna i prounijna wykładnia tego przepisu przemawia za drugim podejściem. Jest dyskusyjne, jaki poziom ogólności nadaje uchwale charakter „blankietowy”, zatem należy wystrzegać się pozycji skrajnych – przede wszystkim, delegowania uprawnień na czas nieoznaczony, względnie do realizacji niesprecyzowanego programu finansowania złożonego z szeregu transakcji zawieranych z bliżej nieokreślonymi beneficjentami.

16. W stosunkach z akcjonariuszami wymóg zapewnienia zgodności finansowania z warunkami rynkowymi (art. 345 § 2 KSH) pokrywa się co do zasady z obowiązkiem zapewnienia rynkowości transakcji i pełnowartościowości roszczenia zwrotnego, wzajemnego lub regresowego, wynikającym z szeroko rozumianego art. 344 § 1 KSH. Art. 345 § 2 KSH

ustanawia analogiczną do zakazu zwrotu wpłat na akcje ochronę spółki w stosunkach z podmiotami trzecimi (np. bankiem działającym na zlecenie nabywcy akcji).

17. Obowiązek zapewnienia ceny godziwej akcji, ustanowiony w art. 345 § 3 KSH, dotyczy wyłącznie emisji akcji lub zbycia akcji własnych przez spółkę. Wbrew literalnej wykładni tego przepisu, obowiązek ten nie dotyczy przeniesienia akcji wyłącznie między osobami trzecimi (bez udziału spółki).

18. Nie należy identyfikować ceny godziwej w rozumieniu art. 345 § 3 KSH z wartością godziwą w rozumieniu Ustawy o rachunkowości. Ustawa ta jest tylko jedną podstaw szacowania ceny. Proces wyceny wymaga określenia jej celu oraz standardu wartości, według którego wycena będzie sporządzana, wybrania właściwej metodologicznie metody wyceny (odpowiedniej do celu wyceny i specyfiki przedsiębiorstwa) oraz zinterpretowania uzyskanych wyników. O ile wartość godziwa, jako kategoria bilansowa, jest zawsze wyrażona określoną liczbą, o tyle wartość godziwą pojmowaną transakcyjnie podaje się w określonym przedziale cenowym. Art. 345 § 3 KSH nie statuuje nowych, odbiegających od zasad ogólnych, reguł kształtowania ceny w procesach emisji akcji oraz zbywania akcji własnych przez spółkę. Funkcja tego przepisu sprowadza się do powiązania ważności czynności finansowania z ceną akcji. Innymi słowy należy uznać, że finansowanie jest wadliwe (nieważne), jeśli dotyczy nabycia lub objęcia akcji za cenę, która nie jest godziwa. Przepis ten nie wprowadza natomiast nowych zasad określania ceny.

19. Kodeks spółek handlowych nie odwzorowuje ściśle brzmienia regulacji unijnej w zakresie ochrony kapitału spółki w transakcjach pomocy finansowej. Nie formułuje zwłaszcza zakazu nadmiernego obniżania aktywów netto, statuowanego w art. 64 ust. 4 zd. 1 Dyrektywy 2017/1132. Literalna wykładnia art. 345 § 4 KSH sugeruje, że wielkość finansowania jest uwarunkowana kwotą zysku dostępnego do podziału, ale nie w momencie finansowania, lecz w określonej chwili w przeszłości, mianowicie wówczas, gdy został zasilony kapitał rezerwowy. W świetle wykładni prounijnej należy przyjąć, że kapitałem rezerwowym jest fundusz zdalny do urzeczywistnienia zasady określonej w art. 64 ust. 4 zd. 1 Dyrektywy 2017/1132, tj., że spółka może świadczyć pomoc finansową jedynie wówczas, gdy dysponuje kapitałem rezerwowym przeznaczonym na ten cel, mającym bieżące pokrycie w funduszach dywidendowych.

20. *De lege lata* obowiązek utworzenia kapitału rezerwowego dotyczy również czynności objętych bankowym i pracowniczym wyjątkiem od zasad udzielania pomocy finansowej (art. 345 § 8 KSH). Również w tym względzie Kodeks odbiega od Dyrektywy 2017/1132. W świetle

przeprowadzonych analiz, że w żadnym z powyższych przypadków (choć z różnych przyczyn) instytucja kapitału rezerwowego nie stanowi optymalnego i koniecznego narzędzia ochrony spółki. *De lege ferenda*, obowiązek utworzenia kapitału rezerwowego należałoby zastąpić ogólną zasadą ochrony aktywów netto, odzwierciedlającą założenia art. 64 ust. 6 zd. 2 Dyrektywy 2017/1132.

21. W celu zapewnienia przejrzystych reguł tworzenia kapitału rezerwowego, należałoby wyartykułować w art. 345 KSH zasadę określoną w art. 64 ust. 4 zd. 1 Dyrektywy 2017/1132, tj. zakaz obniżenia aktywów netto poniżej funduszy dywidendowych. Niezależnie od względów wzmiankowanych w pkt 18 powyżej, sprzyjałoby to postulowanej wyżej nowelizacji art. 345 § 8 KSH, polegającej na zastąpieniu obowiązku utworzenia kapitału rezerwowego ogólną zasadą ochrony aktywów netto.

22. Warto rozważyć transpozycję art. 65 Dyrektywy 2017/1132, który zobowiązuje państwa członkowskie do ustanowienia rozwiązań zabezpieczających interes spółki w transakcjach pomocy finansowej, realizowanych na rzecz wymienionych w tym przepisie osób blisko powiązanych ze spółką. Dyskusyjne jest bowiem uzasadnianie braku takiej transpozycji surowością przepisów transponujących art. 64 Dyrektywy 2017/1132, względnie obowiązywaniem, bądź implementacją innych aktów prawa wtórnego.

(wyłączenia podmiotowe)

21. Należy przyjąć wąskie rozumienie wyjątku bankowego, określonego w art. 345 § 8 KSH. Na podstawie tego przepisu instytucja finansowa nie powinna czynnie wspierać inwestycji w emitowane przez nią akcje, ponieważ nie należy to do jej „zwykłej działalności”. Kryteria takiej działalności spełnia udzielenie przez bank pożyczki, która zostanie wykorzystana na nabycie lub objęcie jego akcji, o ile inwestycja ta jest realizowana w ramach swobodnego uznania pożyczkobiorcy, a bank jedynie godzi się z tym lub przyjmuje to do wiadomości. Przepis art. 345 § 8 KSH ma w tym względzie charakter wyjaśniający: ogranicza ryzyko kwestionowania działań, które, mimo odległego związku z przeniesieniem akcji, mogłyby według pewnych kryteriów zostać objęte hipotezą art. 345 § 1 KSH. Nie uprawnia do prowadzenia „akcji kredytowych”, polegających na aktywnym wspieraniu przez instytucję finansową inwestycji w emitowane przez nią akcje.

22. Wyłączenie w art. 345 § 8 KSH przepisu art. 345 § 2 KSH, nie uprawnia instytucji finansowej do udzielenia finansowania na warunkach nierynkowych. Takie świadczenie nie spełniałoby testu „zwykłej działalności”.

23. *De lege ferenda*, w celu prawidłowego odzwierciedlenia istoty wyjątku bankowego, należałoby – zgodnie z brzmieniem art. 64 ust. 6 Dyrektywy 2017/1132 - powiązać pojęcie „celu” wyłącznie z wyjątkiem pracowniczym, a nie wyjątkiem bankowym.

24. Dopuszczalne jest objęcie w ograniczonym zakresie wyjątkiem pracowniczym (art. 345 § 8 KSH) inwestycji w akcje dokonywanych przez członków zarządu będących pracownikami, o ile wsparcie to jest realizowane w ramach programów akcjonariatu pracowniczego, skierowanych do szerszego grona pracowników. Wyjątek nie obejmuje transakcji wykupu menedżerskiego; te podlegają regułom określonym w art. 345 § 2–7 KSH.

(skutki naruszenia zasad finansowania)

26. Co do zasady, czynności naruszające przepisy art. 345 KSH, albo mające na celu ich obejście, są nieważne (art. 58 § 1 KC w zw. z art. 2 KSH). Sankcja nieważności powinna jednak być stosowana ostrożnie.

27. Zgodnie z powyższym podejściem, w przypadku naruszenia niektórych warunków finansowania, statuowanych w 345 § 2 – 7 KSH, np. obowiązku zachowania warunków rynkowych, czy utworzenia kapitału rezerwowego, można niekiedy zakładać jedynie częściową nieważność czynności spółki (art. 58 § 3 KC). Stanowisko judykatury wspiera tezę, że również „jednolite”, określone liczbowo, postanowienie umowy może być traktowane, jako podzielne, zaś postanowienie czynności prawnej może być nieważne powyżej określonej granicy. Jest jednocześnie kwestią otwartą, czy i w jakim zakresie zapewnienie właściwego parytetu świadczeń w drodze częściowego utrzymania w mocy skutków czynności finansowania w ogóle wymaga odwołania się do koncepcji nieważności częściowej w rozumieniu art. 58 § 3 KC. Można bowiem rozważać podejście alternatywne, tj. uznać, że autonomiczną podstawą rozliczeń w takim przypadku („właściwym przepisem”, który przewiduje inny skutek, niż nieważność czynności prawnej – zob. art. 58 § 1 KC *in medio*) jest art. 350 § 1 KSH. Powyższe ułatwiałoby kształtowanie rozliczeń w sposób korzystny dla spółki.

28. Spółka, która zawarła umowę finansowania z naruszeniem art. 345 KSH, jest uprawniona i zobowiązana, przywrócić pierwotną strukturę swojego majątku. Kodeksową podstawą rozliczeń jest w tym przypadku art. 350 § 1 zd. 1 KSH. Dynamika transakcji finansowania oraz ich wpływ na strukturę akcjonariatu przemawia za przyjęciem szerokiego znaczenia pojęcia akcjonariusza. Podejście to pozwala uniknąć przypadkowych, nieznajdujących funkcjonalnego uzasadnienia, rozbieżności w zakresie kształtowania podstawy roszczeń spółki. Na gruncie art. 350 § 1 KSH, należałoby uznać, że spółka może

dochodzić roszczeń na podstawie tego przepisu również wtedy, gdy odbiorca już nie był, względnie jeszcze nie był, akcjonariuszem w chwili otrzymania świadczenia – o ile ma ono związek z utratą (lub, odpowiednio, nabyciem) przez odbiorcę statusu akcjonariusza.

29. Osobnej analizy wymagają skutki naruszenia art. 345 KSH w operacjach typu *merger leveraged buyout* (MLBO) w wariacie, w którym spółka-cel jest spółką przejmującą (*downstream*). Istotą takiego naruszenia jest przejście w drodze połączenia (art. 491 i n. KSH) na spółkę zależną (przejmującą) zobowiązania do spłaty zadłużenia zaciągniętego przez spółkę dominującą (spółkę przejmowaną), w celu nabycia akcji spółki przejmującej (art. 494 KSH). Mimo, że przepływ korzyści do wspólników spółki przejętej może być kwalifikowany, jako naruszenie art. 345 § 1, względnie art. 344 § 1 KSH, nie wydaje się możliwe przymusowe usunięcie skutków tego naruszenia w tradycyjny sposób, tj. na podstawie art. 350 § 1 KSH. Właściwym działaniem jest wniesienie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwał połączeniowych (art. 425 § 1 KSH). Zaskarżenie może być przesłanką do odmowy wpisu połączenia do rejestru. Sam wpis nie blokuje zaskarżenia (art. 509 § 1 KSH). Prawomocny wyrok uchylający albo stwierdzający nieważność uchwały o połączeniu jest podstawą unicestwienia jej skutków, przy czym może to nastąpić nawet po dłuższym okresie od dnia połączenia (art. 510 § 1 KSH). Ustawa nie precyzuje zasad ochrony spółki-celu w przypadku niezaskarżenia uchwały łączeniowej. Rejestracja połączenia w takiej sytuacji uzasadnia potencjalnie roszczenia wobec członków organów łączących się spółek. W takim przypadku nie można również wykluczyć odpowiedzialności odszkodowawczej przejmującej spółki. Należy uznać, że w razie przejścia w ramach procesu MLBO na spółkę-cel zadłużenia zaciągniętego na nabycie jej akcji przez spółkę przejmowaną, spółka-cel może w wyjątkowych okolicznościach, jeśli połączenie narusza art. 345 § 1 KSH, odmówić spłaty tego zadłużenia.

30. Użycie formuły „finansować pośrednio” potwierdza szeroki zakres podmiotowy art. 345 § 1 KSH. Przepis ten obejmuje również relacje spółki z podmiotami, które ani same nie nabywają (nie obejmują) akcji, ani nie mają wiedzy, że uzyskane od spółki świadczenia są powiązane z taką inwestycją. Kodeks nie statuuje zasady bezwzględnego prymatu kapitału spółki nad interesem osób trzecich uczestniczących w finansowaniu, dlatego osobom tym należy zapewnić odpowiednią ochronę. Dotyczy to w szczególności podmiotów, których roszczenia zostały zabezpieczone przez spółkę. Udzielenie przez spółkę zabezpieczenia z naruszeniem art. 345 KSH jest dla niej wiążące, gdy podmiot uprawniony nie wiedział, ani nie powinien był wiedzieć, że zabezpieczona transakcja stanowi pomoc finansową.

31. Realizując operację finansowania członkowie zarządu powinni dołożyć staranności wynikającej z zawodowego charakteru ich działalności (art. 483 § 2 KSH). Odpowiedzialność odszkodowawczą może wywołać samo naruszenie obiektywnego standardu postępowania piastuna spółki. Takie zachowanie jest sprzeczne z art. 368 KSH, a w konsekwencji rodzi odpowiedzialność cywilną za wywołaną szkodę, nawet, jeśli nie dochodzi przy tym do naruszenia innych przepisów.

32. Naruszenie art. 345 KSH może podlegać sankcji karnej w zakresie, w jakim wyczerpuje znamiona przestępstw stypizowanych w Kodeksie spółek handlowych lub innych ustawach, zwłaszcza w Kodeksie karnym. Z uwagi na kontrowersyjne *ratio* i konstrukcję ograniczeń finansowania statuowanych w Dyrektywie 2017/1132, brak materiałów empirycznych, jednoznacznie potwierdzających celowość dedykowania sankcji karnej naruszeniom zakazu finansowania i co najwyżej chwiejne poparcie dla takiego rozwiązania za granicą, nie ma obecnie przesłanek do wprowadzenia go w polskim prawie.