

mgr Paulina Kimla-Kaczorowska

Streszczenie dysertacji doktorskiej pt. „Prawne uwarunkowania finansowania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji”

Zagadnienie ograniczeń w finansowaniu przez spółkę akcyjną nabywania lub obejmowania emitowanych przez nią akcji należy do obszaru regulacji stosunków między majątkiem spółki akcyjnej, a majątkami jej akcjonariuszy bądź podmiotów rozważających nabycie akcji spółki. Jest ono przejawem przekonania o odrębności sfery majątkowej spółki oraz jej założycieli i dalszych akcjonariuszy jako jednego z podstawowych elementów natury spółki akcyjnej. Choć od stworzenia koncepcji spółek o odrębnych majątkach oraz osobowości prawnej zasady ich funkcjonowania w porządkach prawnych państw europejskich były przedmiotem zaawansowanego rozwoju, niezmiennie obowiązuje w nich zasada ochrony kapitału zakładowego spółek jako odpowiednika czystego majątku spółki przybierająca formę szczegółowych przepisów mających wpływ na jej bieżącą działalność. Ograniczenia w finansowaniu przez spółkę akcyjną nabywania oraz obejmowania emitowanych przez nią akcji, zarówno na gruncie europejskim jak i polskim okazały się wyjątkowo trudne w zastosowaniu, pozostawiając w niepewności zarządy spółek, inwestorów, jak i doradzających im prawników, efektywnie ograniczając bądź uniemożliwiając szereg operacji gospodarczych, które mogłyby mieć pozytywny wpływ na rozwój gospodarki europejskiej.

Wprowadzenie do Kodeksu spółek handlowych zakazu dokonywania takich czynności przez spółki akcyjne wynikało przede wszystkim z konieczności dostosowania polskiego prawa handlowego do *acquis communautaire*, a w szczególności art. 23 Dyrektywy Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. (Drugiej Dyrektywy Prawa Spółek). Niewątpliwie największy wpływ na kształt tej regulacji unijnej miał dorobek prawa angielskiego, w którym zakaz udzielania przez spółkę wsparcia finansowego nabywania emitowanych przez nią akcji został wprowadzony już w 1929 r. jako odpowiedź ustawodawcy na praktykę rynkową, której kluczowym elementem było sfinansowanie nabycia akcji spółki z jej własnych środków w formie udzielenia nowemu akcjonariuszowi pożyczki lub kredytu na spłatę zadłużenia zaciągniętego w celu nabycia akcji spółki, która udzielała takiego wsparcia finansowego. W opisanej praktyce rozpoznać można pierwotną formę struktury transakcji określanej jako wykup lewarowany czy też kredytowany (ang. *leveraged buyout, LBO*), której rozkwit przypadł na lata osiemdziesiąte minionego wieku, mimo funkcjonowania w prawie angielskim, odpowiednio, zakazu (dla spółek publicznych) lub ograniczeń (dla spółek prywatnych) udzielania przez spółkę wsparcia finansowego nabywania emitowanych przez nią akcji. Przeprowadzona w 2008 r. nowelizacja Kodeksu spółek handlowych (możliwa dzięki zmianie w europejskim prawie spółek wprowadzonej na podstawie Dyrektywy 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 września 2006 r.) w miejsce zakazu finansowania przez spółkę akcyjną finansowania nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji wprowadziła zasady, na jakich takie czynności mogą być dokonywane, nie usuwając jednak wątpliwości w zakresie zakresu samego pojęcia finansowania, w związku z czym wciąż pozostaje ono centralnym zagadnieniem prawnym przeprowadzanych w Polsce wykupów lewarowanych.

Celem badawczym niniejszej dysertacji było wszystkim przeprowadzenie analizy mechanizmu kształtowanego przez art. 345 Kodeksu spółek handlowych, która mogłaby przyczynić się do zwiększenia przejrzystości jego prawidłowej wykładni w polskim prawie, a jednocześnie ułatwienia jego stosowania do operacji gospodarczych przeprowadzanych z udziałem polskich spółek akcyjnych oraz ich podmiotów zależnych. Mając na uwadze falę krytyki, którą odnotować można było w literaturze europejskiej (w tym polskiej) na gruncie różnych odston przepisów regulujących

finansowanie przez spółki nabywania i obejmowania emitowanych przez nie akcji, oraz skalę przeprowadzanych na rynkach europejskich wykupów lewarowanych, których wczesna forma była pierwotną przyczyną wprowadzenia ich przepisów (przynajmniej w angielskim porządku prawnym), należało postawić pytanie o zasadność utrzymywania przedmiotowych ograniczeń. Jednym z celów badawczych niniejszego opracowania

Dysertacja została podzielona na trzy części. Pierwsza część pracy poświęcona została genezie ograniczeń w finansowaniu przez spółki nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji (Rozdział 1), pracom nad wprowadzeniem przedmiotowych ograniczeń do Drugiej Dyrektywy (Rozdział 2) oraz procesowi legislacyjnemu, który doprowadził do obowiązywania art. 345 Kodeksu spółek handlowych w obecnym kształcie (Rozdział 3). Analiza ta pozwoliła wyodrębnić motywy wprowadzenia, a dzięki temu istotę ograniczeń w finansowaniu przez spółki nabycia lub objęcia emitowanych przez nie akcji, jak również zbadać ich kolejne odsłony mające na celu usuwanie niedoskonałości regulacji.

Zebrane na pierwszym etapie prac wnioski zostały wykorzystane w drugiej części pracy, w której podjęta została próba wykładni art. 345 Kodeksu spółek handlowych. W pierwszej kolejności podsumowano cele regulacji (w szczególności w kontekście instytucji kapitału zakładowego) na gruncie prawa polskiego oraz motywów towarzyszących przyjęciu regulacji unijnej (Rozdział 4) oraz specyficzne aspekty wykładni tego przepisu, w tym obowiązek stosowania wykładni proeuropejskiej (Rozdział 5). Następnie przeprowadzone zostały rozważania na temat najbardziej problematycznego spośród zagadnień poruszanych w niniejszym opracowaniu, tj. zakresu stosowania przepisu, na które złożyła się analiza użytego w nim pojęcia „nabycia lub objęcia akcji” jako zdarzenia z którym powiązane są czynności objęte zakresem badania, podsumowanie poglądów wyrażanych dotychczas w polskiej doktrynie w zakresie pojęcia „finansowania” przez spółkę nabycia lub objęcia akcji, oraz własna propozycja jego interpretacji (Rozdział 6). W celu zobrazowania proponowanych tez w kolejnym rozdziale przeanalizowane zostały ustawowe przykłady „finansowania” (pożyczka, udzielenie zabezpieczenia oraz zaliczkowa wypłata), jak również czynności często rozpatrywane w praktyce z perspektywy kwalifikacji jako „finansowanie nabycia lub objęcia akcji”, takie jak połączenia i przekształcenia spółek, zawieranie umów związanych z emisją akcji (umowy o ofertę publiczną oraz umowy subemisyjne), wypłata dywidendy, obniżenie kapitału, umorzenie akcji, cash pooling oraz hedging (Rozdział 7). Na zakończenie drugiej części omówione zostały wymogi, które muszą spełnić czynności zakwalifikowane jako „finansowanie nabycia lub objęcia akcji” (Rozdział 8), czynności stanowiące „finansowanie nabycia lub objęcia akcji” objęte obowiązkiem spełnienia wyłącznie jednego wymogu, tj. utworzenia kapitału rezerwowego (Rozdział 9) oraz bezpośrednie skutki prawne naruszenia wymogów opisanych w art. 345 Kodeksu spółek handlowych (Rozdział 10).

W trzeciej części opracowania zawarta została ocena regulacji finansowania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji na gruncie polskiego prawa, w szczególności wynik rozważań nad zasadnością utrzymywania przedmiotowych ograniczeń w polskim prawie (Rozdział 11) oraz sformułowane zostały wnioski *de lege ferenda* (Rozdział 12).