

Rozdział XI. Istota spółki akcyjnej

Spis treści

	Nb
§ 1. Wprowadzenie	1
§ 2. Kapitałowy charakter spółki akcyjnej i rola kapitału zakładowego ..	3
§ 3. Zasada „surowości” statutu	11
§ 4. Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej	38
I. Wprowadzenie	38
II. Zasady prawa rządzące spółką akcyjną	42
III. Oddziaływanie zasad charakteryzujących naturę spółki akcyjnej na wykładnię przepisów ustawy	47
§ 5. Relacje między władzami spółki akcyjnej	53
§ 6. Typologia i zastosowanie spółek akcyjnych	63

Literatura: *M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak, G. Milewski*, Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) a wskaźnikami ekonomicznymi i wycena spółek notowanych na GPW, Gdańsk 2005; *T. Baums, K. E. Scott*, Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Institut für Bankrecht Arbeitspapiere 2003, Nr 11(119); *J. Bąk, K. Oplustil*, *Ius cogens* w prawie spółki akcyjnej – analiza prawno-ekonomiczna, HUK 2007, Nr 2; *L. Bebchuk, J. Coates IV, G. Subramanian*, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards. Theory, Evidence, and Policy, Stanford Law Review 2002, t. 54; *B. Black*, The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, University of California Los Angeles Law Review 2001, t. 48; *N. Carn*, Prices Reflect All Information, Financial World, July–August 2009; *M. Cejmer, K. Zanicki*, Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominałowe), w: Europejskie prawo spółek, t. II; *E. Easterbrook, D. R. Fischel*, The Corporate Contract, Columbia Law Review 1989, Nr 89; *J. Fuller*, Powerhouses, 2009, Nr 7–8; *Ł. Gasiński*, Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej, Warszawa 2014; tenże, Umowa akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu w prawie polskim i amerykańskim, Warszawa 2006; *J. N. Gordon*, What Enron Means for the Management and Control of the Modern Corporation: Some Initial Reflections, The University of Chicago Law Review Summer 2002; *J. L. Graf Schwerin von Krosigk*, Die grosse Zeit des Feuers. Der Weg der deutschen Industrie, Tübingen 1957; *W. Hall*, Banking Code’s Demise, Financial World, September 2009; tenże, In Poll Position, Financial World, September 2009; *K. Haladyj*, Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Warszawa 2009; *K. J. Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975; *J. Hughes*, Fair Value Concept Prompts Cries of Faul, Financial Times z 17.9.2008 r.; *U. Hüffer*, Aktiengesetz, München 2008; *T. Jackson*, Shot in the Foot, Financial World, April 2009; tenże, *The Profits Riddle*, Financial World, July–August 2009; *S. Janczewski*, Ochrona praw mniejszości w spółkach akcyjnych, Warszawa 1930; *J. Jastrzębski*, Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów), PPH 2009, Nr 9; *J. Kaczkowski*, Polskie prawo o spółkach akcyj-

ných. Ustawa i komentarz, Poznań 1931; *A. Kidyba*, *Atypowe spółki handlowe*, Warszawa 2011; *M. Korniluk, R. L. Kwaśnicki*, *Praktyczne aspekty prawne pełnomocnictw do udziału w zgromadzeniach spółek kapitałowych po nowelizacji z 3.08.2009 r.*, PPH 2009, Nr 9; *R. Kwaśnicki*, *Autonomia woli w kształtowaniu postanowień statutu spółki akcyjnej w prawie polskim, niemieckim oraz amerykańskim*, Pr.Sp. 2001, Nr 12; *D. C. Langvoort*, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, North Western University Law Review 2002, Nr 97; *W. Michaldo*, *Prawo do informacji akcjonariusza w spółce akcyjnej*, PPW 2001, Nr 6; *M. Michalski*, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008, Nr 1; tenże, *Spółka akcyjna* (pod red. *A. Kidyby*), Warszawa 2014; *U. Noack, M. Beurskens*, *Of Tradition and Change, The Modernization of the German GmbH in the Face of European Competition*, H. Heine Universitäts Center for Business and Corporate Law 2008; *J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński*, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, Nr 8; *M. Olechowski*, *Porządek publiczny jako ograniczenie swobody umów*, PiP 1999, Nr 4; *A. Opalski*, *Kapitał zakładowy – skuteczny instrument ochrony wierzycieli, czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, KPP 2004, Nr 2; tenże, *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006; *K. Oplustil*, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010; tenże, *Reforma kapitału zakładowego w prawie europejskim i polskim*, w: *Kodeks spółek handlowych po pięciu latach*, Wrocław 2006; *R. Pabis*, *Tworzenie spółki akcyjnej*, cz. 1, Pr.Sp. 2002, Nr 1; *R. A. Posner*, *A Failure of Capitalism: The Crisis of 2008 and the Descent into Depression*, Harvard University Press 2009; *Prawo spółek handlowych* (pod red. *A. Kocha, J. Napieraly*), Kraków 2005; *A. Radwan*, *Sens i nonsens kapitału zakładowego – przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, w: *Europejskie prawo spółek*, t. II; *R. Romano*, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal 2005, t. 114, Nr 7; *M. Romanowski*, *Kapitał zakładowy – ani to Graal, ani święty*, MPH 2014, Nr 3; tenże, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, Nr 3; *K. Schmidt*, *Gesellschaftsrecht, Köln–Berlin–Bonn–München* 1994; *M. Spyra*, *Ochrona mniejszości w spółce akcyjnej. Analiza prawnoporównawcza*, Rynek Kapitałowy 1998, Nr 2; *K. Szmid*, *Natura spółki akcyjnej jako delimitacja zasady swobody umów w prawie polskim i amerykańskim*, Warszawa 2015; *A. Szumański*, *Nowe polskie prawo spółek handlowych*, PPH 2001, Nr 1; tenże, *Ograniczona wolność umów w prawie spółek handlowych*, w: *Księga pamiątkowa dla uczczenia pracy naukowej Profesora Kazimierza Kruczalaka*, GSP 1999, t. V; tenże, *Prymat kapitału nad osobą*, Rzeczp. z 14.2.2001 r.; tenże, *Regulaminy zarządów i rad nadzorczych spółek kapitałowych*, PPH 2003, Nr 1; *J. Szwaja, R. L. Kwaśnicki*, *W sprawie wykładni nowego art. 375¹, a także art. 375, art. 207 oraz art. 219 § 2 k.s.h.*, PPH 2004, Nr 8; *R. Trzaskowski*, *Właściwość (natura) zobowiązaniowego stosunku prawnego jako ograniczenie zasady swobody kształtowania treści umów*, KPP 2000, Nr 2; *A. W. Wiśniewski*, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny*, t. III, *Spółka akcyjna*, Warszawa 1993; tenże, *Zakres władzy większości w spółkach kapitałowych. Głosa do uchw. SN z 20.8.1996 r.*, III CZP 67/96, Głosa 1997, Nr 7; *Zarys prawa spółek* (pod red. *R. Skubisza*), Lublin 1994; *Z. Ziemiński*, *Problemy podstawowe prawoznawstwa*, Warszawa 1980; *C. Żuławska*, *Aporty w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Przedmiot i wycena*, PS 1993, Nr 7–8.

§ 1. Wprowadzenie

- 1 Spółka akcyjna jest osobą prawną typu **korporacyjnego**. Jednostki organizacyjne typu korporacyjnego znamionuje ta cecha, że w ich strukturze występują członkowie, którzy przez wniesione udziały tworzą majątek osoby prawnej, a dzięki swoim

prawom i obowiązkom decydują o jej działalności. Spółka akcyjna stanowi **związek (organizację)** typu kapitałowego o zmiennym składzie osobowym, posiadającym własny majątek. Osoby prawne typu korporacyjnego przeciwstawia się jednostkom organizacyjnym o charakterze **fundacyjnym** (zakładowym), gdzie nie występuje instytucja członkostwa. Osoby prawne typu fundacyjnego są wyposażone przez założyciela (założycieli) w majątek i statut, który określa cel i ustrój organizacyjny tworzonego podmiotu. *Z. Radwański* podnosi, że wbrew tradycyjnym poglądom substratem tych ostatnich osób nie jest ani ich majątek, ani destynariusze. Jego zdaniem oba wspomniane elementy pojawiają się w korporacyjnych osobach prawnych¹. Przykładem osób prawnych typu korporacyjnego obok spółek handlowych są spółdzielnie, natomiast podmiotami fundacyjnymi są przedsiębiorstwa państwowe i fundacje. Oba typy osób prawnych kierują się w swojej działalności stosownymi przepisami ustawy oraz **statutami**.

Spółkę akcyjną definiuje się jako prywatnoprawną organizację typu korporacyjnego posiadającą osobowość prawną i powoływaną w dowolnym, prawnie dozwolonym celu, wyposażoną w kapitał zakładowy utworzony przez akcjonariuszy, podzielony na oznaczoną liczbę akcji o równej wartości nominalnej². Spółka akcyjna jest organizacją współników. Analizując konstrukcję spółki akcyjnej, kładzie się akcent na okoliczność, że stanowi ona **jednostkę organizacyjną**. Wagę tej konstrukcji podkreśla *J. Frąckowiak*³. Należy podzielić pogląd, że pojęcie jednostki organizacyjnej pozwala na wskazanie, kogo należy uważać za adresata normy prawnej, gdy nie jest nim konkretna osoba fizyczna oraz że jednostki organizacyjnej nie należy utożsamiać ze stosunkiem cywilnoprawnym⁴. Jednak wymóg bycia jednostką organizacyjną spełniają nie tylko osoby prawne, lecz także tzw. ułomne osoby prawne, zwane również osobami ustawowymi (art. 33¹ § 1 KC), a nawet spółka cywilna (przynajmniej w niektórych dziedzinach prawa podatkowego)⁵. Ponadto, pojęcia „jednostka organizacyjna” nie należy przeciwstawiać pojęciu „stosunku prawnego”, gdyż organizacje typu korporacyjnego tworzą złożone stosunki łączące członków, osobę prawną, organy i piastunów osoby prawnej⁶. Wydaje się, że koncepcja „jednostki organizacyjnej” nie stanowi cechy wyróżniającej spółkę akcyjną i wykazuje większą przydatność w odniesieniu do organizacji niebędących osobami prawnymi, którym ustawa przyznaje choćby „wycinkową” zdolność prawną (np. spółce cywilnej). Chociaż typowa spółka akcyjna stanowi zrzeszenie osób prawnych, fizycznych lub podmiotów ustawowych (tzw. ułomnych osób prawnych), ustawa dopuszcza obecnie tworzenie spółek jednoosobowych (art. 303 KSH). Są to jednak **atypowe spółki handlowe**⁷. W doktrynie za jednoosobowe uznaje się również takie spółki, w których nie wszystkie udziały należą do jednego

2

¹ *Radwański*, Prawo cywilne, 2015, s. 197.

² *Szajkowski, Tarska*, Prawo spółek, 2005, s. 538; *M. Michalski*, Spółka akcyjna, s. 29.

³ *J. Frąckowiak*, w: System PrHandl, t. 2, s. 28 i n.

⁴ *J. Frąckowiak*, w: System PrHandl, t. 2, s. 35 i 37.

⁵ *J. Frąckowiak* definiuje jednostkę organizacyjną jako „konstrukcję prawną zbudowaną ze znaczenia norm prawnych i wyznaczników, do których norma prawna odsyła. Tak pojęta jednostka organizacyjna odpowiada nam na pytanie, kto powinien być uznawany za adresata normy prawnej”; *J. Frąckowiak*, w: System PrHandl, t. 2, s. 32.

⁶ Na temat stosunków korporacyjnych por. szerzej *Z. Banaszczyk*, w: System PrPryw, t. 1, 2007, s. 869–872 oraz *J. Napierala, T. Sójka*, w: Prawo spółek handlowych (pod red. *A. Kocha, J. Napierala*), s. 31.

⁷ Por. szerzej uw. w rozdz. I, Nb 19–25.

wspólnika, lecz liczba udziałów przysługujących drugiemu wspólnikowi ma symboliczne znaczenie z punktu widzenia spółki (tzw. spółka pozorna)⁸. Nie wydaje się jednak, aby takie stanowisko było słuszne.

§ 2. Kapitałowy charakter spółki akcyjnej i rola kapitału zakładowego

- 3 W opinii doktryny spółka akcyjna stanowi najbardziej „czystą” postać spółki kapitałowej⁹. Po pierwsze, przesłanką przystąpienia do korporacji jest wniesienie udziałów, które stanowią minimalny fundusz w wysokości 100 000 zł. Ten minimalny fundusz jest obecnie tylko dwukrotnie większy niż w spółce komandytowo-akcyjnej (por. art. 126 § 2 i art. 308 § 1 KSH). Po drugie, zakres uprawnień i obowiązków akcjonariusza jest, co do zasady, proporcjonalny do jego udziału w kapitale zakładowym. Po trzecie, kapitał zakładowy dzieli się na równe udziały, których ułamek (wielkość) przysługujący danemu akcjonariuszowi decyduje o niektórych jego uprawnieniach, w szczególności gdy ustawa uzależnia je nie tylko od liczby głosów, lecz również od udziału w kapitale zakładowym (por. np. art. 385 § 3, art. 418 § 1, art. 418¹ § 1 i art. 445 § 1 KSH).
- 4 Kapitałowy charakter spółki akcyjnej przejawia się również w tym, że jej **zawiązanie** następuje z chwilą objęcia wszystkich akcji, które powinny być objęte co najmniej po cenie nominalnej (art. 309 § 1 i art. 310 § 1 KSH). Ustawa i statut określają minimalny próg **kapitału zakładowego**, który powinien być pokryty przed rejestracją (art. 309 § 2–5, art. 329 i 330 § 1 KSH). Kapitał zakładowy stanowi fundusz podstawowy w rozumieniu przepisów o rachunkowości (art. 36 ust. 2 RachunkU oraz pozycja A.I pasywów bilansu, załącznik Nr 1 do RachunkU)¹⁰. Jest wyrażony określoną w statucie wartością pieniężną, na którą składają się wkłady wnoszone przez akcjonariuszy (art. 304 § 1 pkt 4 KSH). Kwota kapitału zakładowego powinna być równa sumie wartości nominalnej wszystkich akcji w spółce¹¹. Zmiana kapitału zakładowego w drodze jego podwyższenia lub obniżenia może nastąpić tylko w drodze uchwały walnego zgromadzenia i zmiany statutu przy spełnieniu określonych przesłanek przewidzianych w ustawie, które mają na celu ochronę interesów spółki i jej wierzycieli (por. art. 430–458 KSH).
- 5 Charakter prawny i funkcja kapitału zakładowego są przedmiotem sporów w doktrynie. Nie są uzasadnione stanowiska skrajne, w myśl których kapitał zakładowy stanowi nienaruszalny fundusz gwarancyjny bądź jedynie zapis księgowy¹². Rozpowszechniony pogląd o „nienaruszalności” kapitału zakładowego sugeruje błędnie, że

⁸ A. Kidyba, *Atypowe spółki handlowe*, s. 24–25.

⁹ Por. np. A. Szumański, *Ograniczona wolność umów*, s. 416 i n.; M. Michalski, *Spółka akcyjna*, s. 26 i n.; Szajkowski, Tarska, *Prawo spółek*, 2005, s. 539; J. Frąckowiak, w: *System PrHandl*, t. 2B, s. 41 i n.; J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego*, s. 9 i n.

¹⁰ Por. art. 10 dyrektywy 2013/34/UE oraz Załączniki III i IV do tej dyrektywy.

¹¹ M. Michalski, *Spółka akcyjna*, s. 221.

¹² Pierwszy z tych poglądów zdaje się reprezentować m.in. C. Żuławska, *Aporty*, s. 12–14. Przeciwny pogląd wyraża A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach*, s. 100–101.

zgromadzone przez akcjonariuszy wkłady nie mogą być naruszone, zwłaszcza przed rejestracją¹³. Tezy o „nienaruszalności” kapitału broni także C. Żuławska¹⁴, lecz dopuszcza wykonywanie przez spółkę „uprawnień w zakresie tzw. (...) obrotu i mutacji w odniesieniu do poszczególnych składników niepieniężnych tego kapitału, co odpowiada jurydycznej pojęciowej kategorii surogacji”¹⁵. Wpłaty na kapitał zakładowy mogą być niezwłocznie użyte przez spółkę na prowadzenie działalności.

Nie jest jednak również w pełni uzasadniony pogląd, że kapitał ten stanowi jedynie „abstrakcyjny zapis w księgowości, wyrażający z prawnego punktu widzenia szczególny rodzaj zobowiązania, którego treścią jest pokrycie wkładów (...)” oraz że nie pełni on w „żadnym stopniu” charakteru gwarancyjnego¹⁶. Ustawowy obowiązek pokrycia udziałów tworzących kapitał zakładowy i jego utrzymania nie uzasadnia wniosku, że stanowi on jedynie zapis księgowy. Należy podzielić opinię, że konstrukcja kapitału zakładowego nakłada na organy spółki i jej akcjonariuszy obowiązki jego **realnego pokrycia** oraz **utrzymania** co najmniej na poziomie określonym w statucie¹⁷. Stąd też okoliczność, że w praktyce majątek spółki może być mniejszy niż kapitał zakładowy, np. wskutek braku pokrycia udziałów, bezprawnych wypłat na rzecz akcjonariuszy lub innych okoliczności, nie oznacza, że „kapitał zakładowy nie pełni żadnej funkcji gwarancyjnej dla jej wierzycieli ani nie ma znaczenia ekonomicznego dla spółki”¹⁸. W tradycyjnym ujęciu modelowym kapitał zakładowy pełni w swym założeniu **funkcję gwarancyjną**. Jednak nie stanowi on ani nienaruszalnego depozytu, ani dostatecznej informacji o minimalnym majątku spółki. Księgowe i statutowe zapisy kapitału zakładowego nie odzwierciedlają z reguły realnej wartości rynkowej aktywów spółki, lecz jedynie wycenę wkładów, do których wniesienia zobowiązani są akcjonariusze. Po upływie pewnego okresu od chwili wniesienia wkładów informacje o wysokości kapitału zakładowego przestają pełnić istotną funkcję informacyjną. Tym niemniej obowiązek wniesienia wkładów stanowi istotny instrument selekcji przedsiębiorców zamierzających prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej i korzystać z przywileju ograniczonej odpowiedzialności¹⁹. Prowadzenie przedsiębiorstwa w formie spółki akcyjnej wiąże się z wyższymi kosztami operacyjnymi, przejawiającymi się np. w obowiązku badania sprawozdań finansowych niezależnie od skali przedsiębiorstwa, wysokości przychodów, liczby zatrudnionych pracowników, czy też wartości majątku spółki, a także znacznym stopniem sformalizowania aktów korporacyjnych, np. czynności wymagające udziału notariusza itp. Również SN podkreślił, że „fakt umieszczenia kapitału zakładowego w pasywach spółki wyznacza mu **swobodną rolę gwarancyjną** wobec wierzycieli spółki”²⁰. Kapitał zakładowy zwiększa mar-

6

¹³ Por. S. Grzybowski, w: System, t. III, cz. 2, s. 876.

¹⁴ C. Żuławska, Aporty, s. 5.

¹⁵ Zbliżone stanowisko zajmuje A. Szumański, w: Pyziol, Szumański, Weiss, Prawo spółek, 2014, s. 707 i n.

¹⁶ A. W. Wiśniewski, Prawo o spółkach, s. 100–101; tak również E. Marszałkowska-Krześ, w: Jacyszyn, Krześ, Marszałkowska-Krześ, Komentarz KSH, s. 415.

¹⁷ J. Frąckowiak, w: System PrHandl, t. 2B, s. 46.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ Por. Szajkowski, Tarska, Prawo spółek, 2005, s. 334–338. W najnowszej literaturze obcej zwraca się uwagę, że minimalny kapitał zakładowy pełni rolę testu powagi zamiaru prowadzenia działalności gospodarczej (*test of seriousness of doing business*). U. Noack, M. Beurskens, Of Tradition and Change, s. 11.

²⁰ Uchw. SN (7) z 2.3.1993 r., III CZP 123/92, OSP 1994, Nr 1, poz. 1; uchw. SN z 21.4.2005 r., III CZP 2/05, OSNC 2006, Nr 3, poz. 43, s. 28.

gines wypłacalności spółki. Spółka, która poniosła straty w wysokości nieprzewyższającej kwoty odpowiadającej kapitałowi zakładowemu, pozostaje wypłacalna. Stratę rekompensuje majątek, który odpowiada wartością wysokości kapitału zakładowego. Mechanizmami warunkującymi opisaną rolę kapitału zakładowego jest obowiązek akcjonariuszy do wniesienia majątku o wartości przynajmniej odpowiadającej kwocie kapitału zakładowego (por. art. 302, 309, 329, 344 § 2 KSH) oraz zakaz zwrotu wpłat na akcje (art. 344 § 1 KSH). Nie można uznać kapitału zakładowego za udzieloną wierzycielom gwarancję dysponowania przez spółkę środkami równymi kwocie ujawnionej w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego. Wkłady wniesione przez akcjonariuszy nie stanowią bowiem nienaruszalnego funduszu, lecz pozostają one do wyłączonej dyspozycji zarządu (por. art. 315 § 2 KSH). Kapitał jest kwotą stałą i nie dostosowuje się automatycznie do zmian w wartości majątku spółki. Poniesienie przez spółkę straty w majątku nie zobowiązuje akcjonariuszy do jego uzupełnienia, bowiem sprzeciwiałoby się to zasadzie wyłączenia osobistej odpowiedzialności akcjonariuszy. Odtworzenie majątku, w tym w szczególności zasilenie kapitału zakładowego, następuje natomiast z zysku wypracowanego w toku działalności przez spółkę, dopiero w drugim rzędzie zysk może być przeznaczony na wypłatę dywidendy lub spełnianie innych świadczeń na rzecz akcjonariuszy (art. 348 § 1 KSH). Wypłacalność spółki jest więc istotnie wzmocniona względem jej wierzycieli poprzez spełnianie przez kapitał zakładowy funkcji gwarancyjnej.

- 7 W przepisach KSH znajduje odzwierciedlenie tradycyjna **zasada realnego pokrycia i utrzymania kapitału zakładowego**. Realnemu pokryciu służą zarówno przepisy nakładające obowiązek pokrycia kapitału na objęte akcje, jak i sankcje niewykonania tego obowiązku. Powinność wniesienia wkładów przewidują w szczególności art. 14 § 1 i 4, art. 306 pkt 2, art. 309 § 1–5, art. 315 i 329 KSH. Realnemu wniesieniu wkładów służą również przepisy o kontroli aportów (por. np. art. 311, 312 i 312¹ § 2–5 KSH). Normy sankcjonujące z tytułu naruszenia obowiązków wniesienia wkładów zawarte są przede wszystkim w art. 14 § 2 i art. 330–332 KSH. **Obowiązek utrzymania kapitału zakładowego** nie ma charakteru bezwzględny. Służą mu jednak pośrednio przepisy o wypłatach dywidendy (art. 347–349 KSH), zakazach nieuprawnionych wypłat na rzecz akcjonariuszy i zwrotu wpłat na akcje (art. 344, 346 i 350 KSH) i użyciu środków finansowych spółki na świadczenia na rzecz akcjonariuszy z innych tytułów niż wypłata zysku (np. w razie umorzenia akcji i w innych przypadkach obniżenia kapitału zakładowego – art. 456 KSH) oraz o nabywaniu przez spółkę akcji własnych (art. 362 § 2 i art. 363 § 6 KSH). Ustawodawca wprowadził także nakaz zwołania walnego zgromadzenia w razie, gdy bilans sporządzony przez zarząd wykaże stratę przewyższającą sumę kapitałów: zapasowego i rezerwowych oraz 1/3 kapitału zakładowego (art. 397 KSH). Celem zgromadzenia jest powzięcie uchwały dotyczącej dalszego istnienia spółki. Funkcją tego nakazu jest, z jednej strony, informowanie akcjonariuszy i pośrednio klienteli o stracie poniesionej przez spółkę, a z drugiej strony, skłonienie akcjonariuszy do znalezienia sposobu pokrycia straty w drodze podwyższenia kapitału zakładowego lub finansowania jej działalności w drodze zaciągnięcia pożyczki bądź w inny sposób. Zaniechanie obowiązku niezwłocznego zwołania zgromadzenia naraża członków zarządu na odpowiedzialność w świetle art. 483 KSH i potencjalnie także na mocy przepisów prawa upadłościowego. Należy więc podzielić pogląd, że spółka

nie ma wprawdzie obowiązku utrzymania majątku na poziomie kapitału zakładowego, lecz spoczywają na niej obowiązki realnego pozyskania zadeklarowanych wkładów na poczet kapitału początkowego i kolejnych podwyższeń oraz – co ma równie istotne znaczenie – obowiązują ją liczne zakazy dokonywania nieuprawnionych wypłat na rzecz akcjonariuszy²¹. Ten mechanizm określany jest czasem jako nienaruszalność kapitału zakładowego wobec akcjonariuszy²².

Nienaruszalność kapitału zakładowego wobec udziałowców nie jest jednak absolutna. Akcjonariusze mogą otrzymać wypłaty w razie **obniżenia kapitału zakładowego i likwidacji spółki** po zaspokojeniu wierzycieli spółki (por. art. 456 oraz art. 474 § 1 KSH). Spotkać można również pogląd, że obowiązujące przepisy reżimu kapitału zakładowego, mające chronić spółkę i jej wierzycieli przed akcjonariuszami, mają charakter iluzoryczny, gdyż kapitał zakładowy może być pokryty przez aktywa wnoszone przez akcjonariusza, które mają znikomą wartość z punktu widzenia wierzycieli (np. przez *know-how* o wątpliwej wartości), które równoważą kapitał zakładowy i umożliwiają wypłaty na rzecz udziałowców²³. Pogląd ten jest nieco przesadny. Po pierwsze, dla dokonania wypłat z zysku spółka musi wypracować nadwyżkę (art. 347 § 1 KSH). Po drugie, aporty są z reguły niedoszacowane z uwagi na system ich ostrożnej wyceny przez założycieli i biegłych sądów rejestrowych, a niedoszacowanie dotyczy w szczególności nieruchomości po upływie dłuższego czasu. Ostrożność założycieli i członków władz spółki wynika z surowych przepisów o odpowiedzialności osób biorących udział w tworzeniu spółki lub które zapewniły sobie nadmierne korzyści przy jej powstaniu lub podwyższeniu kapitału zakładowego (art. 479–480 KSH). Po trzecie, przykład *know-how* bezwartościowego lub o znikomej wartości implikuje przeszacowanie aportu, co może się zdarzyć, lecz żaden mechanizm ochrony wierzycieli, także postulowany przez K. *Oplustila* alternatywny instrument prawny, a mianowicie **test wypłacalności spółki**, nie jest ani mniej arbitralny od **testu bilansowego**, ani bardziej „odporny” na nieuczciwe praktyki korporacyjne. Po czwarte, przeszacowanie aportów paradoksalnie utrudnia wypłaty z zysku, gdyż wymaga osiągnięcia wyższych dochodów dla wykazania zysku netto.

Wadą kapitału zakładowego jest niewątpliwie zryczałtowana i arbitralna kwota, która może nie pozostawać w związku z rozmiarami i charakterem prowadzonej działalności. Uzasadnione są natomiast postulaty liberalizacji reżimu kapitału zakładowego, jeśli chodzi o zakazy obejmowania akcji poniżej ich wartości nominalnej oraz niektóre aspekty regulacji obniżenia kapitału zakładowego. Obecne przepisy utrudniają restrukturyzację finansową spółki, gdy np. potencjalny inwestor gotów jest objąć akcje, lecz po cenie niższej niż ich statutowy nominal (art. 309 § 1 w zw. z art. 455 § 4 KSH). Wprawdzie problem ten rozwiązało częściowo wprowadzenie akcji groszowych (art. 308 § 2 KSH), lecz na rozważenie zasługuje propozycja wprowadzenia akcji bez określonej wartości nominalnej²⁴. Konieczność podwyższenia minimum kapitału za-

²¹ Por. A. Radwan, Sens i nonsens kapitału zakładowego, s. 61 i n.

²² M. Michalski, Spółka akcyjna, s. 281.

²³ K. Oplustil, Reforma kapitału zakładowego, s. 555. Krytycznie o kapitale zakładowym wypowiedział się m.in. także A. Opalski, Kapitał zakładowy – skuteczny instrument, s. 435 i n.

²⁴ M. Cejmer, K. Zanicki, Akcje bez określonej wartości, s. 102 i n.; K. Oplustil, Reforma kapitału zakładowego, s. 557.

kładowego i szerzej **kapitałów własnych** spółek będących instytucjami finansowymi podkreślają gremia eksperckie powołane w następstwie kryzysu²⁵. Nieuwzględnienie uchwały Parlamentu Europejskiego, która opowiedziała się za wymogiem minimalnego kapitału zakładowego w projektowanej Europejskiej Spółce Prywatnej (ESP), stanowiło jedną z przyczyn niepowodzenia prac nad tą nową postacią spółki europejskiej²⁶. Należy jednak poszukiwać skuteczniejszych niż obecne instrumentów ochrony wierzycieli i bezpieczeństwa obrotu.

- 10 W Europie widoczna jest nasilająca się tendencja do krytyki kapitału zakładowego w jego tradycyjnej formie. Trend ten jest widoczny w systemie *common law*, gdzie kapitał zakładowy jest jedynie opcjonalnym elementem spółki akcyjnej. W pierwszym rzędzie wskazuje się, że instytucja kapitału zakładowego nie jest nierozzerwalnie związana z konstrukcją spółki kapitałowej, nie jest warunkiem koniecznym do jej zaistnienia. Kapitał zakładowy stanowi jeden ze sposobów poszukiwania metody ochrony wierzycieli w prawie spółek, lecz nie stanowi cechy konstytuowanej spółki kapitałowej²⁷. Ponadto kapitał zakładowy ma w praktyce niewielkie znaczenie z uwagi na jego arbitralny charakter. Ustawodawca nakazuje gromadzenie jedynie minimalnej jego kwoty (dla spółek akcyjnych jest to 100 000 zł, dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością – 5000 zł), podczas gdy brak jest mechanizmu, który uwzględniłby czynniki wpływające m.in. na wielkość danego przedsiębiorstwa, ryzyko strat w danym sektorze, czy też potrzeb inwestycyjnych spółki. Kapitał zakładowy w tradycyjnym rozumieniu nie ma przymiotu elastyczności, nie przystaje do rozmiarów wielu spółek, poprzez co jego funkcja ochronna ma jedynie wymiar iluzoryczny. Kapitał zakładowy odzwierciedla historyczne dane odnoszące się do wartości wniesionych wkładów. *M. Romanowski* wskazuje, że kwota kapitału zakładowego stanowi *de facto* cenę za brak odpowiedzialności wspólników (akcjonariuszy) za zobowiązania spółki, co w przypadku przedsiębiorstw o znacznych obrotach jest niewielkim kosztem²⁸.

W obecnym stanie prawnym punktem odniesienia dla oceny wypłacalności spółki jest właśnie kapitał zakładowy; w konsekwencji niski jego wymiar nie stanowi gwarancji zaspokojenia roszczeń potencjalnych wierzycieli. Równocześnie istnieją znaczne trudności ze wskazaniem skutecznej metodyki dla ustalenia optymalnego kapitału zakładowego dla określonej spółki, tak by wszelkie czynniki mające istotny wpływ na ocenę jej wypłacalności zostały uwzględnione, przy jednoczesnym zachowaniu pewnego standaryzowanego modelu wyceny spółek. Nie wystarczy przyjęcie ogólnej dyrektywy nakazującej utrzymywanie kapitału zakładowego na odpowiednio wysokim poziomie. Kwota taka powinna być ustalona indywidualnie dla każdej spółki z uwzględnieniem jej rozmiaru, prowadzonej działalności, branży oraz profilu ryzyka. Stan ten dodatkowo komplikuje konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszami a wierzycielami spółki. Akcjonariusze dążą bowiem do tego, by w maksymalnym stopniu skorzystać z kapitału dłużnego dla dofinansowania swoich inwestycji (tzw. efekt dźwigni finansowej). Natomiast wierzyciele spodziewają się, że koszty wynikające z prowadzonych inwestycji zostaną pokryte kapitałem własnym, co traktuje się jako prze-

²⁵ Zob. szerzej *S. Soltysiński*, w: System PrPryw, t. 17A, 2010, rozdz. I, Nb 8–12.

²⁶ Uchwała Parlamentu Europejskiego T6-0023/2007 z 1.2.2007 r.

²⁷ *M. Romanowski*, Kapitał zakładowy, s. 40–41.

²⁸ *M. Romanowski*, Kapitał zakładowy, s. 42.

jaw stabilności płatniczej spółki²⁹. Zaproponowana przez ustawodawcę minimalna kwota kapitału zakładowego dla spółki akcyjnej nie zawsze spełnia funkcję testu po wagi biznesowej, zwłaszcza gdy kapitał, którym spółka dysponuje w toku wykonywania bieżących zobowiązań, znacznie przewyższa tę wartość.

§ 3. Zasada „surowości” statutu

Spółka akcyjna przewiduje najsilniejsze ograniczenia zasady wolności umów, chociaż nie wyłącza jej bynajmniej całkowicie. Granice autonomii woli założycieli, a w późniejszym okresie wszystkich akcjonariuszy, określają przepisy art. 304 § 3 i 4 KSH, które nawiązują do § 23 ust. 5 AktG. Wymóg umieszczenia w statucie określonych postanowień (art. 304 § 1 KSH) oraz liczne regulacje o charakterze bezwzględnie obowiązującym charakteryzuje się jako **zasadę surowości statutu** (niem. *Grundsatz der Satzungsstrenge*). Rozwiązanie to, przyjęte w Niemczech w 1937 r., wyjaśnia się jako podyktowane doświadczeniami kryzysu lat 30. XX w. Model paternalistycznej ochrony udzielanej przez ustawodawcę akcjonariuszom i wierzycielom spółki został przyjęty przez wiele państw kontynentalnych i wpłynął na europejskie prawo spółek, zwłaszcza na treść drugiej dyrektywy. Na przełomie XX i XXI w. został on poddany krytyce pod wpływem wzorców anglo-amerykańskich oraz poglądów zwolenników koncepcji efektywnych rynków kapitałowych³⁰.

Kluczowe postanowienia KSH precyzujące zakres swobody umów są przedmiotem sporów w doktrynie. Zdaniem niektórych autorów, przepis art. 304 § 3 KSH jest zbędny lub pozbawiony większego znaczenia normatywnego³¹. Według drugiego poglądu, który dominuje w literaturze przedmiotu, przepisy art. 304 § 3 i 4 KSH wyznaczają granice wolności umów w odniesieniu do spółki akcyjnej³². W piśmiennictwie trafnie podkreśla się, że regulacje te mają charakter porządkujący i przesądzają istotne spory pod rządami KH³³. Przepis art. 304 § 3 KSH wprowadza swoiste domniemanie kogentywnego charakteru norm regulujących spółkę akcyjną, które może być obalone tylko w drodze wyraźnego zezwolenia ustawodawcy na odmienne uregulowanie danej kwestii w statucie³⁴. Przykładami przepisów, które zawierają wyraźne zezwolenia na odstępstwa od wzorca ustawowego, są np. art. 340 § 2, art. 347 § 3, art. 361 § 2, art. 373 i 403 KSH. Normatywny aspekt art. 304 § 3 KSH polega na tym, że wyklucza on przesądzenie o dyspozytywnym charakterze norm dotyczących spółki akcyjnej na podstawie reguły wykładni systemowej lub dyrektyw celowościowo-funkcjonal-

²⁹ *Opalski*, w: *Opalski*, Komentarz KSH, t. IIIA, s. 462–471.

³⁰ Gruntowną analizę tego zagadnienia, w tym również wyników badań efektywności informacyjnej, zawiera artykuł *J. Bąka, K. Oplustila, Ius cogens*, s. 141.

³¹ Por. np. *Rodzinkiewicz*, Komentarz KSH, 2014, s. 584; *J. Frąckowiak*, w: *System PrHandl*, t. 2B, s. 60–62.

³² Por. *Kidyba*, Komentarz KSH, t. II, 2015, s. 61; *A. Szumański*, *Nowe polskie prawo spółek*, s. 1 i n.; *R. L. Kwaśnicki*, *Autonomia woli*, s. 26 i n.; *S. Soltysiński*, w: *Komentarz KSH*, t. III, 2013, s. 71 i n.

³³ Zdaniem niektórych komentatorów KH, swoboda kształtowania treści statutu była ograniczona wyłącznie do przypadków wyraźnie wskazanych przez ustawodawcę. Tak *A. Jakubecki*, w: *Zarys prawa spółek*, s. 154.

³⁴ Tak trafnie *W. Popiołek*, w: *Strzępka*, Komentarz KSH, 2015, s. 739; *Kidyba*, Komentarz KSH, t. II, 2015, s. 49; *Czerniawski*, Komentarz KSH. Spółka akcyjna, 2004, s. 109.

nych, które stanowią podstawę ustalenia charakteru danej normy w prawie cywilnym, obok dyrektyw językowych³⁵.

- 13 Druga ustawowa reguła wykładni, którą wyraża art. 304 § 4 KSH, rozstrzyga definitywnie spór o dopuszczalność uzupełniania statutu o postanowienia nieprzewidziane w obowiązkowych i fakultatywnych składnikach konstytucji spółki. Norma zawarta w art. 304 § 4 KSH przewiduje także istotne ograniczenie autonomii woli, ustanawiając zakaz uzupełniania wyczerpującej regulacji ustawowej. Przykładami wyczerpującej regulacji w KSH są np. zamknięta lista organów spółki akcyjnej i sposobów podwyższania kapitału zakładowego. Drugim ograniczeniem swobody uzupełniania statutu jest zakaz wprowadzania postanowień **sprzecznych z naturą spółki akcyjnej**³⁶.
- 14 W doktrynie zwrócono uwagę, że przepisy art. 304 § 3 i 4 KSH modyfikują granice wolności umów przewidziane w art. 353¹ KC³⁷. Nie oznacza to jednak, że stosowanie art. 353¹ KC do stosunków spółki akcyjnej jest obecnie zbędne. Zgodnie z art. 2 KSH, do stosunków obligacyjno-organizacyjnych znajdują nadal zastosowanie te postanowienia art. 353¹ KC, które nie zostały unormowane odmiennie lub uchylone przez przepisy KSH. Nadal więc granice wolności umów w stosunkach spółki akcyjnej wyznaczają **zakazy ustawowe** oraz **zasady współzycia społecznego**³⁸. Chodzi tu o zakazy wynikające nie tylko z KSH, lecz również z innych ustaw i obowiązujących w państwie norm prawnych. W razie sprzeczności postanowień statutu z ustawą, zasadami współzycia społecznego lub naturą stosunku spółki akcyjnej należy zbadać, czy dokonana czynność prawna jest całkowicie wadliwa, czy sankcją nieważności jest dotknięta tylko część statutu (art. 58 § 3 KC). Sąd rejestrowy powinien wezwać spółkę do usunięcia nieważnego postanowienia statutu na podstawie art. 317 KSH. Po zarejestrowaniu spółki, której statut zawiera postanowienie niezgodne z art. 353¹ KC lub art. 304 § 3 albo 4 KSH, nie zachodzą z reguły podstawy do jej rozwiązania na podstawie art. 21 KSH, chyba że statutowy przedmiot działalności spółki jest sprzeczny z prawem³⁹.
- 15 Radykalne rozluźnienie „gorsetu” norm imperatywnych spółki akcyjnej postulują *J. Bąk* i *K. Oplustil*⁴⁰. Po przeprowadzeniu wyczerpującej prezentacji argumentów przemawiających za i przeciw „paternalistycznemu” modelowi regulacji spółki akcyjnej, autorzy wypowiedzieli się za rozszerzeniem swobody kształtowania statutu oraz wykorzystaniem rozwiązań ustawodawstwa amerykańskiego, w którym dominują normy o charakterze dyspozytywnym. Uwzględniając argumenty za ochroną akcjonariuszy i wierzycieli spółek przy pomocy norm imperatywnych, autorzy dochodzą do wniosku, że ryzyko informacyjne dla inwestorów na polskim rynku kapitałowym nie różni się istotnie od ryzyka na giełdach zachodnich, i twierdzą, że charakteryzuje go

³⁵ Por. *Radwański*, Prawo cywilne, 2015, s. 65; *P. Machnikowski*, w: *Gniewek*, Komentarz KC, 2008, s. 535.

³⁶ Zob. szerzej uw. w Nb 38 i n.

³⁷ *A. Kidyba*, Komentarz KSH, t. II, 2015, s. 61; *A. Szumański*, Nowe polskie prawo spółek, s. 1 i n.

³⁸ Tak trafnie *J. Frąckowiak*, w: System PrHandl, t. 2B, s. 61–62.

³⁹ Podobny pogląd wyraża *J. Frąckowiak*, w: System PrHandl, t. 2B, s. 62.

⁴⁰ *J. Bąk*, *K. Oplustil*, *Ius cogens*, s. 141 i n.

„pólsilny stopień efektywności informacyjnej”⁴¹. Mimo anomalii rynku kapitałowego autorzy dochodzą do wniosku, że zjawiska te nie wpływają na sytuację inwestorów. W podsumowaniu autorzy zakładają, że „złe” statuty byłyby karane spadkiem kursów spółek posiadających negatywnie oceniane przez inwestorów rozwiązania statutowe. Dlatego postulują przegląd norm bezwzględnie wiążących, zmniejszenie zakresu norm imperatywnych, stworzenie alternatywnych rozwiązań dla różnych typów spółek akcyjnych, zastąpienie szczegółowych norm imperatywnych klauzulami generalnymi oraz polepszenie informacji dostępnej dla inwestorów przez skuteczne egzekwowanie obowiązków informacyjnych w ustawach rynku kapitałowego⁴².

Zasługująca na dyskusję publikacja *J. Bąka* i *K. Oplustila* ukazała się w przededniu kolejnego światowego kryzysu, który podważył aksjologię szerokiej deregulacji, dogmaty efektywności rynków kapitałowych i racjonalności wyborów inwestorów oraz przewagę anglo-amerykańskich modeli ładu korporacyjnego, opartych na paradygmatach wolności umów, nad modelami nadreńskimi przyjętymi w Europie kontynentalnej. Doświadczenia kryzysu lat 2008–2009, a zwłaszcza jego przebieg w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Irlandii i państwach bałtyckich nakazują ostrożne podejście do recept transplantacji zwłaszcza amerykańskich zasad ładu korporacyjnego i szerokiego zastępowania norm imperatywnych przez normy dyspozytywne (ang. *opt-in, opt-out rules*).

Dla uzasadnienia „rozluźnienia” gorsetu norm imperatywnych w prawie spółek przytacza się wypowiedzi zwolenników szkoły chicagowskiej, którzy twierdzili, że: „spółka i jej papiery wartościowe są towarami w takim samym stopniu, jak maszyny do szycia lub inne wytwory produkowane przez przedsiębiorstwo”⁴³. Już skandale korporacyjne ujawnione w latach 2002–2003 podważyły powyższe opinie, które stanowiły istotne czynniki kryzysu w latach 2008–2009. Doświadczenia ostatnich lat wsparły stanowisko zwolenników „paternalistycznego” modelu regulacji spółki akcyjnej, którzy od dawna podnoszą, że: „papiery giełdowe nie są towarem i nie odzwierciedlają dobrej lub złej jakości prawa”⁴⁴. Ponadto, inwestorzy są nie tylko niedoinformowani (problem asymetrii informacyjnej), lecz nie byłoby w stanie podjąć uzasadnionych decyzji inwestycyjnych, nawet gdyby dysponowali niezbędnymi informacjami⁴⁵. Jeszcze przed obecnym kryzysem na mit racjonalnych wyborów inwestycyjnych zwracano coraz częściej uwagę także w Stanach Zjednoczonych⁴⁶. W 2009 r. aktualność zachowała złośliwa uwaga niemieckiego znawcy rynku kapitałowego, który komentując doświadczenia kryzysu lat 30. XX w., zauważył: „akcjonariusze są głupi i aroganccy”⁴⁷. Czy naiwność oraz brak wiedzy i doświadczenia akcjonariuszy uzasadnia rezygnację z norm ochronnych i skoncentrowanie uwagi przede wszystkim na poprawie informacji?

⁴¹ *J. Bąk, K. Oplustil, Ius cogens*, s. 187.

⁴² *Ibidem*.

⁴³ *E. Easterbrook, D. R. Fischel, The Corporate Contract*, s. 1444. Pogląd ten przytaczają z aprobatą: *J. Bąk, K. Oplustil, Ius cogens*, s. 148.

⁴⁴ *K. J. Hopt, Der Kapitalanlegerschutz*, s. 88.

⁴⁵ *K. J. Hopt, Der Kapitalanlegerschutz*, s. 90.

⁴⁶ „Inwestorzy płacą nadzwyczaj wysokie sumy pieniędzy osobom obcym w zamian za prawa niematerialne [ang. *intagibles*], których wartość zależy całkowicie od jakości informacji udostępnianych inwestorom i od uczciwości sprzedawcy”; *B. Black, The Legal and Institutional Preconditions*, s. 782.

⁴⁷ *J. L. Graf Scherlin von Krosigk, Die grosse Zeit des Feuers*, s. 646–647.

18 Na pytanie to należy udzielić odpowiedzi przeczącej nie tylko z uwagi na to, że przeciętny inwestor prywatny nie jest zdolny ocenić ryzyka inwestycyjnego związanego z nabyciem akcji. Perturbacje na rynkach kapitałowych podważyły hipotezę efektywnego rynku, który definiuje się jako rynek, na którym ceny instrumentów finansowych kształtowane są przez sumę dostępnych na nim informacji o dostępnych papierach giełdowych. W takim stanie rzeczy rynek dostarcza rzekomo wiarygodnych informacji dotyczących inwestycji i produkcji. Hipoteza efektywnych rynków kapitałowych została podważona jeszcze przed ostatnim kryzysem finansowym po ujawnieniu skandali korporacyjnych Enron, Tyco, Adelphia, Parmalat i Ahold. Tytułem przykładu cena akcji Enronu – ósmej co do wielkości spółki amerykańskiej – spadła na przestrzeni kilku miesięcy z 90 dolarów do kilku centów. Enron należał do wąskiego grona spółek korzystających z najwyższego ratingu (AAA), jego audytorem był Arthur Andersen, jedna z pięciu najbardziej renomowanych firm audytorskich, w skład rady dyrektorów wchodził znakomity specjalista, spółka posiadała komitet do spraw audytu itd. Jak doszło do tego, że agencje ratingowe zagroziły obniżeniem ratingu Enron dopiero na kilka miesięcy przed upadkiem spółki, a renomowane banki inwestycyjne rekomendowały „kupuj” bezwartościowe akcje na kilka tygodni przed katastrofą na giełdzie klasyfikowanej jako najbardziej przejrzysta na świecie?⁴⁸ Wśród amerykańskich prawników, ekonomistów i analityków rynkowych panuje obecnie duża zbieżność opinii, że wycena akcji spółek giełdowych na tak „przejrzystym” rynku stanowi bardzo często wypadkową pobożnych życzeń, przecieków oraz rekomendacji analityków rynkowych, które oczekują dopiero na wyjaśnienie przez dział kognitywnej psychologii zajmującej się badaniem stadnych zachowań inwestorów giełdowych⁴⁹. **Hipotezę efektywnego rynku kapitałowego** podważyły ostatecznie perturbacje na rynkach giełdowych w latach 2008–2010. W oparciu o założenia tej hipotezy i instrumentarium nauk ekonomicznych oraz rachunkowości trudno wyjaśnić obniżenie wyceny czołowych instytucji finansowych, których akcje na przestrzeni kilku miesięcy (od września 2008 r. do lutego 2009 r.) spadły od 40% do 90%. Równie kłopotliwe z punktu widzenia hipotezy efektywnego rynku, czy nawet „pólsilnego stopnia efektywności informacyjnej”, który rzekomo charakteryzuje rynki giełdowe w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i w Niemczech⁵⁰ są kilkakrotne wzrosty cen akcji tych samych instytucji na przestrzeni od marca do sierpnia 2009 r.⁵¹

19 Po ujawnieniu skandali korporacyjnych Enron, Tyco, Adelphia i WorldCom oraz podobnych afer kreatywnej księgowości w Europie, reprezentowany był pogląd, że można temu zapobiec, nakładając surowsze obowiązki informacyjne na spółki giełdowe i wzmacniając nadzór wewnątrz korporacyjny oraz sprawowany przez instytucje

⁴⁸ Por. J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens*, s. 156 i n.

⁴⁹ D. C. Langvoort, *Taming the Animal Spirits*, s. 137 i n.

⁵⁰ Koncepcję „pólsilnej efektywności” opisują J. Bąk i K. Oplustil na podstawie badań empirycznych przeprowadzonych głównie w ostatnim ćwierćwieczu XX w.

⁵¹ Tytułem przykładu akcje City wzrosły w tym okresie z 90 centów do 5 dol. Podobny wzrost zanotowały akcje Bank of America i kilku innych czołowych banków amerykańskich oraz europejskich, których wartość uległa uprzednio dramatycznej przecenie. T. Jackson, dziennikarz Financial Times i strateg rynku kapitałowego przyznaje, że szybki wzrost cen akcji bankowych w drugim kwartale 2009 r. stanowi przede wszystkim konsekwencję wzrostu ich kapitałów dzięki subsydiom rządowym. Autor podkreśla, że nie dysponujemy skutecznymi metodami wyceny aktywów bankowych; por. T. Jackson, *The Profits Riddle*, s. 9.

państwowe. Wyrazem tej tendencji było np. uchwalenie amerykańskiej ustawy *Sarbanes-Oxley*, która spotkała się niemal natychmiast z krytycznymi ocenami w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii ze strony zwolenników „deregulacji” i „samoregulacji” rynków kapitałowych. Zwolennicy hipotezy efektywnego rynku stawiają jej m.in. zarzut obarczenia spółek giełdowych nadmiernymi obowiązkami informacyjnymi⁵². Stanowisko zwolenników podnoszenia standardów informacyjnych podzieliли np. *J. Bąk* i *K. Oplustil*: „wysoki standard przejrzystości informacyjnej, zapewniony przez te przepisy [tzn. ustawy rynku kapitałowego i regulaminy giełdowe – przyp. *S. S.*] umożliwiła inwestorom rynkową ocenę nie tylko wyników ekonomicznych spółek, lecz również rozwiązań prawnych zawartych w ich statutach”. To optymistyczne założenie zweryfikował dotkliwie ostatni kryzys. Przyczynami słabej skuteczności regulacji rynku kapitałowego jest w dużym stopniu „wiara” w hipotezę efektywnego rynku, która doprowadziła do znacznej deregulacji i osłabienia nadzoru oraz zniesienia innych zabezpieczeń wprowadzonych w okresie *New Deal*. W piśmiennictwie zagranicznym zwraca się uwagę np. na uchylene ustawy *Glass-Steagall*, zakazującej łączenia działalności bankowości komercyjnej i inwestycyjnej, osłabienie kompetencji banków centralnych (np. w Wielkiej Brytanii) oraz próby ograniczenia stwierdzonych zagrożeń bezpieczeństwa obrotu w drodze „miękkich” reguł samoregulacyjnych przyjmowanych przez banki w regulaminach giełdowych. Warto zwrócić uwagę, że w 2009 r. przestał obowiązywać w Wielkiej Brytanii Kodeks Bankowy (ang. *Banking Code*), uważany przed kryzysem za model samoregulacji przedsiębiorców, który został zastąpiony przez zarządzenie organu nadzoru (ang. *Financial Services Agency*), który przewiduje dziś m.in. sankcje z tytułu naruszenia nowych zasad ochrony konsumenta⁵³. Wśród osób odpowiedzialnych za przygotowanie oczekiwanych reform trudno znaleźć nie tylko obrońców paradygmatów efektywnego rynku kapitałowego, lecz również zwolenników **modelu racjonalnych oczekiwań inwestora**. Założenie, że ceny akcji wyrażają wszystkie dostępne informacje o tych towarach, zalicza się coraz częściej do kilku aksjomatów podważonych przez doświadczenia kryzysu⁵⁴. Dziś zwraca się uwagę, że trudno obecnie znaleźć obrońców doktryny racjonalnych oczekiwań rynkowych, pokrewnej aksjomatowi „efektywności rynku”. *G. Osborne*, kanclerz w gabinecie cieni Partii Konserwatywnej, wyraził opinię, że polityka gospodarcza przyszłego rządu Wielkiej Brytanii musi uwzględniać irracjonalne zachowania inwestorów⁵⁵.

20

Ograniczona efektywność nakazów ujawniania istotnych informacji mogących mieć wpływ na cenę akcji wynika m.in. stąd, że kwestionuje się dziś koncepcję „wartości godziwej” (ang. *fair value*). Z jednej strony, reguły wyceny instrumentów finansowych uważa się za zbyt skomplikowane nawet dla dyrektorów banków, a z drugiej

⁵² Por. np. *R. Romano*, *The Sarbanes-Oxley Act*, s. 1523.

⁵³ *W. Hall*, *Banking Code's Demise*, s. 25.

⁵⁴ Por. *N. Carn*, *Prices Reflect All Information*, s. 22. Autor zwraca uwagę, że zjawisko asymetrii informacji ma charakter trwały i dynamiczny, gdy tymczasem absurdalne jego zdaniem założenie, że dane decydujące o cenie akcji mogą być w miarę szybko i równomiernie rozpowszechniane wśród potencjalnych inwestorów jest wpisane w założenia obecnych systemów regulacyjnych. Charakterystyczne, że doradcami konserwatystów w Wielkiej Brytanii i Prezydenta *Obamy* zostali także przedstawiciele ekonomii behawioralnej, wyjaśniającej m.in. zjawiska stadnych zachowań inwestorów. Por. *W. Hall*, *In Poll Position*, s. 24–25.

⁵⁵ *Ibidem*.

strony firmy ubezpieczeniowe i banki podnoszą zarzut, że instytucja ta, w połączeniu z obowiązkiem wyceny aktywów według wartości rynkowej, stanowi jedną z przyczyn kryzysu, gdyż spowodowała konieczność zbywania złożonych instrumentów finansowych po zaniżonej cenie pod wpływem paniki, jaka panuje często na rynku⁵⁶. Obowiązek ujawniania informacji mających wpływ na cenę akcji stanowi istotną „dolegliwość” dla spółki i jej piastunów, zwłaszcza gdy chodzi o publikacje danych niepomysłnych, mogących pozbawić „bonusów” członków zarządu. Doradcy prawni, podatkowi i audytorzy spółki są wynagradzani za usługi pozwalające uniknąć lub obejść obowiązujące przepisy. Jedną z rzeczywistych zalet ustawy *Sarbanes-Oxley* było wprowadzenie zakazów łączenia funkcji audytorskich i o wiele bardziej opłacalnych usług doradztwa podatkowego i rachunkowego, co prowadziło do współdziałania niezależnych rzekomo audytorów z zarządami spółek, których rachunkowość była następnie weryfikowana przez udziałowców (partnerów) i pracowników tego samego zleceniobiorcy⁵⁷. Zakazy te uległy jednak złagodzeniu pod wpływem lobbingu firm audytorskich, co powoduje powrót do „autoweryfikacji” lub sprawdzania „kreatywnych” rozwiązań stosowanych przez klientelę, w najlepszym razie przez innych audytorów działających na oligopolistycznym rynku, zdominowanym obecnie już tylko przez cztery czołowe firmy audytorskie (EY, PwC, KPMG i Deloitte).

- 21 Wyższość modelu korporacyjnego opartego na normach dyspozytywnych uzasadniono w szczególności tym, że pozwala on na przyjęcie optymalnych rozwiązań dla spółki oraz że rynek kapitałowy oferuje premie dla optymalnych konstrukcji zapewniających należyte traktowanie inwestorów oraz sankcje dla firm, które respektują rozwiązania postrzegane jako zagrożenie dla pryncypiów uczciwego ładu korporacyjnego. Postulaty te oparte są w pierwszym rzędzie na aksjomacie efektywnego rynku kapitałowego i założeniu, że ustawodawca nie dysponuje informacjami, które pozwalałyby na odpowiednie „przykrojenie statutów”⁵⁸. Propozycje te są wysoce dyskusyjne i w znacznej mierze sprzeczne z wynikami badań empirycznych dotyczących „wyceny” jakości statutów przez inwestorów w Europie Zachodniej i w Polsce. Ci sami autorzy relacjonują bowiem lojalnie, że przestrzeganie zaleceń kodeksów ładu korporacyjnego nie ma wpływu na wycenę niemieckich, francuskich, hiszpańskich i polskich spółek giełdowych⁵⁹. Powołane badania pozostają w głębokiej sprzeczności z założeniem, że: „na informacyjnie efektywnym rynku kapitałowym «złe» statuty karane są spadkiem kursów, a «dobre» statuty nagradzane”⁶⁰. O ile bowiem „pólsilną” czy słabą efektywność rynków kapitałowych można tłumaczyć niedostatkami informacji finansowych i innych danych, mających wpływ na cenę akcji, to publiczna dostępność statutu i kodeksów ładu korporacyjnego spełnia najwyższy stopień dostępności informacji i przejrzystości tego aspektu struktury spółki. Wyniki badań empirycznych w tym

⁵⁶ Czołowymi krytykami „godziwej wartości” i obowiązku wyceny aktywów według wartości rynkowej są AIG, AXA i Goldman Sachs. Por. J. Hughes, Fair Value Concept.

⁵⁷ „The «independent» accountants have become a part of the management team”; J. N. Gordon, What Enron Means, s. 1238.

⁵⁸ J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens*, s. 186–187.

⁵⁹ J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens*, s. 181.

⁶⁰ J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens*, s. 186.

zakresie potwierdzają tezę o **apatii inwestorów** oraz że rynek nie jest w stanie „wyceńnić” rozwiązań statutowych lub są one indyferentne z punktu widzenia inwestorów⁶¹.

Z powyższych względów nie jest również przekonujący pogląd, że ochronę interesów akcjonariuszy i interesariuszy należy pozostawić ustawodawstwu rynku kapitałowego, rezygnując z regulacji w prawie spółek przy pomocy norm imperatywnych. Przeciwno modelowi prawa spółek akcyjnych opartego głównie na wykorzystaniu norm względnie obowiązujących przemawia przede wszystkim podważenie hipotezy efektywnego, a nawet pól silnego stopnia efektywności dwóch najbardziej rozwiniętych i uważanych przez część doktryny za w miarę „przejrzyste” rynków kapitałowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Odrzucenie tych hipotez przez większość ekonomistów i prawników nie nastąpiło w drodze dyskursu teoretycznego, lecz głębokiego kryzysu, który ujawnił i nadal ujawnia anomalie cenowe i zaskakujące załamania notowań czołowych firm, nie tylko finansowych, lecz również konglomeratów o silnym i zdrowym potencjale produkcyjnym⁶². Afery korporacyjne ujawnione w Stanach Zjednoczonych w latach 2001–2002 wpłynęły na porzucenie lub przewartościowanie kilku podstawowych dogmatów amerykańskiego rynku kapitałowego, lecz były interpretowane przez część środowiska naukowego, także w Europie, jako przede wszystkim rezultat „kreatywnej” księgowości i naruszania zasad ładu korporacyjnego⁶³. Załamania rynków kapitałowych w okresie kryzysu i recesji nie można jednak traktować jako przejściowych anomalii⁶⁴. Doświadczenia ostatnich dwóch lat wyłaniają pytanie nie tylko o efektywność rynków kapitałowych, lecz o spodziewane skutki i koszty ochrony interesu publicznego głównie na podstawie zwiększenia obowiązków informacyjnych przy równoczesnym „poluzowaniu gorsetu” norm imperatywnych prawa spółek. Warto zwrócić uwagę, że, przynajmniej w Polsce, brak badań nad kosztami i skutecznością reżimu prawa spółek i ustaw regulujących rynki kapitałowe przy wykorzystaniu obowiązku ujawniania informacji⁶⁵. Należy także uwzględnić, że również w Stanach Zjednoczonych narasta znaczenie regulacji prawa spółek na podstawie norm kogentywnych i wzmaga się powoli nacisk na rozszerzenie zakresu federalnego ustawodawstwa korporacyjnego. *Sarbanes-Oxley Act*, obok zakazów łączenia usług doradczych i audytorskich, wprowadził istotne regulacje w zakresie prawa spółek publicznych, ustawa wzmocniła rolę komitetu do spraw audytu, wprowadziła nowe obowiązki informacyjne spółek giełdowych oraz zaostrzyła odpowiedzialność członków

⁶¹ Por. M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak, G. Milewski, Analiza empiryczna, s. 41.

⁶² Analitycy rynkowi zwracają uwagę na trwały spadek akcji General Electric, którego dochody z części produkcyjnej w 2008 r. wyniosły ponad 18 miliardów dolarów. Przyczyną niepokoju inwestorów jest część finansowa konglomeratu (GE Capital), którego bilans obciążają derywatywy typu „credit default swaps”. W 2006 r. finansowa dywizja koncernu przynosiła połowę zysku, a obecnie – mimo że korzysta ona nadal z najwyższego ratingu (AAA) – stanowi ona główne źródło niepokoju inwestorów. Przytaczam za: T. Jackson, Shot in the Foot, s. 9.

⁶³ Por. A. Opalski, Kapitał zakładowy – skuteczny instrument, s. 506–507. Autor akcentuje trafnie konieczność zrewidowania dyrektywy maksymalizacji zysku (*shareholder value*) oraz istotną rolę wielu imperatywnych przepisów *Sarbanes-Oxley Act*.

⁶⁴ Odmienne J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens*, s. 158. Autorzy twierdzą, że na amerykańskim rynku kapitałowym „kursy giełdowe wchłaniają nowe informacje bardzo szybko i że ryzyko inwestycyjne dla niedoinformowanego inwestora praktycznie nie istnieje. Z tych przyczyn bezwzględna ochrona inwestora praktycznie nie znajduje uzasadnienia”. Proponują również budowanie podobnego modelu korporacyjnego w Polsce.

⁶⁵ Tzn. ustawa o ofercie publicznej i ustawa o obrocie instrumentami finansowymi.