

**Prawne uwarunkowania
finansowania przez spółkę
akcyjną nabycia lub objęcia
emitowanych przez nią akcji
(financial assistance)**

Rozdział I. Geneza ograniczeń finansowania przez spółkę nabywca lub objęcia emitowanych przez nią akcji

§ 1. Przyczyny analizy pochodzenia ograniczeń finansowania przez spółkę nabywania oraz obejmowania emitowanych przez nią akcji

Prawidłowa wykładnia (w szczególności wykładnia funkcjonalno-celowości) przepisów KSH odnoszących się do ograniczeń w zakresie finansowania przez spółkę akcyjną nabywania emitowanych przez nią akcji wymaga analizy **genezy** wprowadzenia oraz **ewolucji** regulacji odnoszących się do tego obszaru funkcjonowania spółek akcyjnych.

Przedmiotowa regulacja nie jest tworem polskiej doktryny czy orzecznictwa, ani też autorską koncepcją polskiego ustawodawcy. Wprowadzenie po raz pierwszy do polskiego porządku ustawowego zakazu finansowania przez spółki akcyjne nabywania oraz obejmowania emitowanych przez nią akcji, które nastąpiło w art. 345 KSH było efektem **transpozycji** do polskiego prawa **art. 23 drugiej dyrektywy**. Głównymi orędownikami wprowadzenia regulacji tego typu czynności na poziomie dyrektywy byli reprezentanci Wielkiej Brytanii, w której instytucja ustawowego zakazu finansowania nabywania własnych akcji funkcjonowała już od końca lat 20. XX w. Przed wprowadzeniem dyrektywy regulacja ta była przedmiotem rozległej dyskusji w angielskiej doktrynie oraz szeregu orzeczeń angielskich sądów. Zrozumiałe było zatem duże zaangażowanie reprezentantów Wielkiej Brytanii oraz ich istotny wpływ na ostateczne brzmienie art. 23 drugiej dyrektywy. Również na terenie Europy kontynentalnej – w Belgii, Włoszech oraz Niemczech – można było dopatrywać się częściowej regulacji tego typu czynności jeszcze przed uchwaleniem drugiej dyrektywy, jednak ze względu na węższy zakres zastosowania lub większy poziom ogólności oraz mniejsze znaczenie praktyczne, regulacje te nie odgrywały tak dużej roli, jak w prawie angielskim.

Analiza **genezy** regulacji musi się zatem rozpocząć od zbadania przyczyn jej wprowadzenia oraz rozwoju w porządkach prawnych, w których narodziły się jej pierwsze formy. W tym rozdziale największa uwaga zostanie poświęcona **angielskiemu porządkowi prawnemu**, co podyktowane jest faktem, iż zakaz wspierania finansowego nabywania własnych akcji miał duże znaczenie dla prężnie rozwijającego się w XX w. angielskiego i międzynarodowego rynku kapitałowego, dzięki czemu instytucja ta była stale badana i modyfikowana, co daje możliwość dogłębnego poznania jej funkcji i celu. Kolejny rozdział poświęcony zostanie pracom nad istotnymi (z perspektywy niniejszego opracowania) fragmentami drugiej dyrektywy, jej zmianom oraz przekształceniu. W trzecim rozdziale omówiona zostanie historia legislacyjna polskiej regulacji.

§ 2. Rozwój regulacji w angielskim porządku prawnym

I. Raport Komitetu *Greena*

Koncepcja ustawowego zakazu udzielania wsparcia finansowego przez spółkę w związku z nabywaniem jej akcji w prawie angielskim pojawiła się po raz pierwszy jako **rekomendacja Komitetu Nowelizacji Prawa Spółek** (ang. *Company Law Amendment Committee*), prowadzącego w latach 1925–1926 prace nad analizą oraz rekomendacjami zmian w angielskim prawie spółek na tle Companies Acts 1908–1917, któremu przewodniczył *Wilfred Greene*. W raporcie podsumowującym prace komitetu¹ wskazano, że:

„W ostatnich latach pojawiła się praktyka, którą oceniamy jako wysoce niewłaściwą. Syndykat zgadza się nabyć od istniejących akcjonariuszy akcje², których liczba zapewni uzyskanie kontroli nad spółką, za środki uzyskane z pożyczki udzielonej przez bank na dzień lub dwa. Osoby nominowane przez syndykat zostają wybrane na dyrektorów w miejsce starego zarządu i natychmiast pożyczają syndykatowi ze środków spółki (często bez zabezpieczenia) kwotę niezbędną do spłacenia pożyczki udzielonej przez bank. W ten sposób spółka zapewnia środki na nabycie swoich własnych akcji. Jest to typowy przykład, ale oczywiście występuje wiele odmian. Takie działania w naszej ocenie są sprzecz-

¹ Report of the Company Law Amendment Committee, HMSO Cmd 2675 (1926).

² Na potrzeby niniejszego rozdziału użyte w materiałach źródłowych angielskie pojęcie *share* rozumiane jako jednostka uczestnictwa w spółce zostanie przetłumaczone jako „akcje”, a członkowie (ang. *members*) będą określani jako „akcjonariusze”.

ne z duchem, jeśli nie literą prawa, zgodnie z którym spółka nie może prowadzić obrotu swoimi akcjami i mogą prowadzić do największych nadużyć³.

Zgodnie z rekomendacją komitetu, wobec zidentyfikowanej praktyki opisanej powyżej:

„(...) spółki powinny podlegać zakazowi udzielania bezpośredniego lub pośredniego wsparcia finansowego w związku z nabyciem (dokonanym, lub które ma zostać dokonane) jej własnych akcji przez osoby trzecie, niezależnie od tego czy takie wsparcie miałoby formę pożyczki, gwarancji, udzielenia zabezpieczenia lub inną. Zakaz ten nie powinien się jednak stosować do spółek, których zwykła działalność polega na pożyczaniu środków pieniężnych, w odniesieniu do środków pożyczonych w zwykłym toku działalności, jak również do programów, w ramach których spółka przekazuje środki pieniężne powiernikom w celu nabycia akcji spółki, które będą posiadane na rzecz pracowników lub do pożyczek udzielanych bezpośrednio pracownikom w takim samym celu⁴.

Na podstawie powyższych materiałów źródłowych, wprowadzenie zakazu wspierania finansowego przez spółki nabywania ich własnych akcji można uzasadnić przypisaniem takim czynnościom tych samych negatywnych skutków, co w przypadku **obrotu własnymi akcjami**. Z tego względu pierwotnych przyczyn wprowadzenia zakazu należy szukać w historii wprowadzenia zakazu nabywania własnych akcji.

Co istotne, powyższa rekomendacja nie wydaje się być pochopną reakcją na przypadki nadużyć, które miały miejsce na tle nabywania akcji. Jak wskazał sam Komitet, przekonanie, że wprowadzenie zakazów może zapobiec niepożądanym praktykom przyczyniło się do zgłaszania wielu postulatów wprowadzenia dale-

³ Tłumaczenie własne. Oryginalne brzmienie: „30. *A practice has made its appearance in recent years which we consider to be highly improper. A syndicate agrees to purchase from the existing shareholders sufficient shares to control the company, the purchase money is provided by a temporary loan from a bank for a day or two, the syndicate's nominees are appointed directors in place of the old board and immediately proceed lend to the syndicate out of the company's funds (often without security) the money required to pay off the bank. Thus in effect the company provides money for the purchase of its own shares. This is typical example although there are, of course, many variations. Such an arrangement appears to us to offend against the spirit if not the letter of the law which prohibits a company from trafficking in its own shares and the practice is open to the gravest abuses*”, Report of the Company Law Amendment Committee, HMSO Cmd 2675 (1926), Nb 30, s. 15.

⁴ Tłumaczenie własne. Oryginalne brzmienie: „31. *We recommend that companies should be prohibited from directly or indirectly providing any financial assistance in connection with a purchase (made or to be made) of their own shares by third persons, whether such assistance takes the form of loan, guarantee, provision of security, or otherwise. This should not apply in the case of companies whose ordinary business includes the lending of money, to money let in the ordinary course of such business, or to scheme by which a company puts up money in the hands of trustees for purchasing shares of the company to be held for the benefit of employees or to loans direct to employees for the same purpose*”, Report of the Company Law Amendment Committee, HMSO Cmd 2675 (1926), Nb 31, s. 15.

ko idących ograniczeń, które w uciążliwy sposób obciążałyby działalność uczciwie prowadzonych przedsiębiorstw. Takie postulaty w ocenie Komitetu były uzasadnione ignorowaniem faktu, że prawo spółek ma wpływ na prowadzenie działalności przez wszystkich obywateli i wymaga pewnej **elastyczności**, aby system gospodarczy mógł funkcjonować. Komitet zdawał sobie ponadto sprawę, że model ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy⁵ stwarza możliwości **nadużyć**, jednak niektóre należy uznać za **cenę**, jaką społeczeństwo musi zapłacić za **korzyści** płynące z tego modelu. W szczególności za niepożądane uznane byłoby ustanowienie ograniczeń, które krępowałyby działalność uczciwych przedsiębiorców, w imię walki z okazjonalnymi nadużyciami⁶.

Jako uzupełnienie mechanizmów ochronnych w postaci ustawowych zakazów dokonywania określonych czynności przez spółkę, Komitet zarekomendował również poszerzenie **odpowiedzialności członków organów zarządzających**, która do tej pory była ograniczona do winy umyślnej. W szczególności zaproponowano uznanie za nieważne wszelkich postanowień dokumentów korporacyjnych lub umów, na podstawie których członek organu zarządzającego lub kadry kierowniczej miałyby być zwolniony z odpowiedzialności za niedbalstwo lub naruszenie obowiązku dochowania staranności, jak również zwiększenie zakresu instrumentów, które umożliwiałyby skuteczne egzekwowanie odpowiedzialności karnej osób dokonujących czynów zabronionych w związku z funkcjonowaniem spółek⁷.

II. Kształtowanie się zakazu nabycia własnych akcji w angielskim orzecznictwie

Zakaz nabywania własnych akcji jako zasada w angielskim porządku prawnym został ukształtowany w orzecznictwie na tle wykładni Companies Act 1862⁸ zmienionej ustawami Companies Act 1867⁹ oraz Companies Act 1877¹⁰.

W pierwszej kolejności możliwość nabywania własnych akcji była kwestionowana przez angielskie sądy jako wykraczająca poza **cel spółki** określony w dokumentach założycielskich.

⁵ Koncepcja ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy została wprowadzona do prawa angielskiego w ustawie Limited Liability Act 1855 – C. Mackie, From privilege, s. 3; A. Dignam, S.H. Goo, A. Hicks, Hick's, s. 55.

⁶ Report of the Company Law Amendment Committee, HMSO Cmd 2675 (1926), Nb 8–9, s. 5.

⁷ Report of the Company Law Amendment Committee, HMSO Cmd 2675 (1926), Nb 46–47, s. 21, Nb 58–62, s. 28–31.

⁸ The Companies Act 1862 (25 & 26 Vict ch. 89).

⁹ The Companies Act 1867 (30 & 31 Vict ch. 131).

¹⁰ The Companies Act 1877 (40 & 41 Vict ch. 26).

W sprawie *In re London, Hamburg, and Continental Exchange Bank (Zulueta's Claim)*¹¹ z 1870 r. sąd w osobie G.M. Giffarda ocenił, że czynność nabycia akcji wykraczała poza **zwykły tok działalności** (ang. *ordinary course of business*) oraz nie była dozwolona na podstawie statutu spółki (ang. *articles of association*)¹². Ponadto, zgodnie z aktem założycielskim (ang. *memorandum of association*), spółka mogła podejmować działalność poboczną (ang. *incidental*) w stosunku do działalności prowadzonej przez spółkę, jednak akt ten nie przewidywał możliwości nabywania własnych akcji. Jak wskazał sąd, taka zdolność po stronie spółki musiałaby być wyraźnie przewidziana w akcie założycielskim, co sugerowało, że nabywanie własnych akcji nie było, co do zasady, niedopuszczalne, ale decyzja o nadaniu spółce takiej zdolności musiała być odpowiednio uzewnętrzniona w chwili zawiązywania spółki. W przedmiotowej sprawie w związku z brakiem wymaganych postanowień w akcie założycielskim spółki nabycie własnych akcji zostało uznane za czynność **ultra vires** (z łac. ponad siły, a w kontekście prawa spółek – poza zakresem zdolności, umocowania) i w konsekwencji nieważną, bez możliwości jej potwierdzenia przez walne zgromadzenie, ze względu na fakt, iż spółka w ogóle nie posiadała zdolności zawarcia umowy nabycia własnych akcji¹³. Podobny wyrok został wydany w tym samym roku w sprawie *In re United Service Company (Hall's Case)*¹⁴, w której sąd w osobie W.M. Jamesa uznał nabycie akcji przez spółkę za czynność **ultra vires** umocowania dyrektorów, jak również samej spółki, ponieważ obrót akcjami był wyraźnie zabroniony przez statut spółki, a akt założycielski nie zawierał postanowień umożliwiających dokonanie takiej czynności¹⁵.

Niezwykłe ważnym wyrokiem dla kształtowania się zasad funkcjonowania instytucji kapitału zakładowego w spółkach opartych na modelu ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy było orzeczenie wydane w 1875 r. w sprawie *Ashbury Railway Carriage and Iron Company v. Riche*¹⁶. Przede wszystkim, w przytoczonym wyroku Lord Kanclerz (*Lord Cairns*) w przejrzysty sposób podsumował **cel funkcjonowania systemu spółek z ograniczoną odpowiedzialnością** wskazując, że system ten nie został wprowadzony głównie w interesie akcjonariuszy spółki w danym czasie, ale jej przyszłych akcjonariuszy, jak również osób trzecich, w szczególności potencjalnych wierzycieli spółki. Lord Kanclerz podkreślił funkcje i różnice pomiędzy **dokumentami inkorporacyj-**

¹¹ [1870] Law Rep. 5 Ch. 444.

¹² Tamże, s. 449; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 1.

¹³ Tamże, s. 450–451; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 2.

¹⁴ [1870] Law Rep. 5 Ch. 707.

¹⁵ Tamże, s. 713; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 3.

¹⁶ [1875] Law Rep. 7 H. L. 653.

nymi spółek: aktem założycielskim (ang. *memorandum of association*) oraz statutem (ang. *articles of association*). Pierwszy dokument miał określać granice umocowania (zdolności) spółki do prowadzenia działalności (ang. *powers*). Drugi dokument miał charakter subsydiarny w stosunku do pierwszego i określał prawa i obowiązki organu zarządzającego, relacje między organem zarządzającym a samą spółką, jak również inne wewnętrzne zasady funkcjonowania spółki oraz tryb ich zmiany.

Zgodnie z art. 8 Companies Act 1862, w przypadku utworzenia spółki w oparciu o model ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy, **akt założycielski** powinien wskazywać przedmiot działalności (cel) spółki (ang. *objects of the company*). Wymóg ten należało interpretować w ten sposób, że spółka utworzona była wyłącznie w celu określonym w akcie założycielskim. Sporządzenie aktu założycielskiego miało ten skutek, że postanowienia aktu (w tym wskazany w nim przedmiot działalności) stawały się wiążące dla akcjonariuszy spółki. Ponadto zgodnie z art. 12 Companies Act 1862 taka spółka mogła zmienić swój akt założycielski wyłącznie w zakresie podwyższenia kapitału zakładowego przez emisję nowych akcji, zmiany sposobu podziału kapitału zakładowego na akcje, zamiany w pełni opłaconych akcji na jednostki akcyjne (ang. *stock*) lub zmiany nazwy spółki. Akcjonariusze spółki zobowiązani byli zatem nie tylko do przestrzegania postanowień aktu założycielskiego, ale również do zachowania przedmiotu działalności (celu) spółki bez zmian, co oznacza, że spółka nie posiadała zdolności podejmowania żadnej działalności poza tą wskazaną w akcie założycielskim¹⁷.

Jak podkreślił w przytaczanym wyroku *Lord Chelmsford*, w związku z koniecznością **ochrony osób i podmiotów**, które mogą zawierać umowy ze spółką utworzoną w oparciu o model ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy, jak również tych, które mogą przystąpić do spółki w przyszłości, ustawowa regulacja wymagała określenia i publicznego ujawnienia pewnych kategorii zasad i założeń, w oparciu, o które miała funkcjonować spółka. W ocenie ustawodawcy jedną z takich kategorii był przedmiot działalności (celu) spółki. W efekcie dokonywanie czynności wykraczających poza **zakres przedmiotu działalności** wskazany w akcie założycielskim było niedopuszczalne.

Lord Chelmsford, powołując się również na opinię *Lorda Selborne'a* wyrażoną w sprawie *In re Anglo-Moravian Hungarian Junction Railway Company (Dent's Case)*¹⁸, potwierdził ponadto, że zawarcie w statucie upoważnienia do

¹⁷ Tamże, s. 667–670; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 4.

¹⁸ [1872–73] Law Rep. 8 Ch. App. 768.

zmiany postanowień **aktu założycielskiego** w innych przypadkach niż wyrażnie wskazane w ustawie byłyby nieważne¹⁹.

Z kolei w ocenie *Lorda Hatherlay'a*, w Companies Act 1862 można było zauważyć wyraźne rozróżnienie między **interesami wspólników spółek a interesem publicznym**. Przez wzgląd na ten interes zasady działania systemu ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy spółek powinny być interpretowane w sposób umożliwiający ochronę osób dokonujących czynności ze spółkami tego typu²⁰. Przyjęty sposób ochrony zdawał się wyglądać następująco: osoby, które dokonywały czynności ze spółką polegały na akcie założycielskim, z którego wynikał zakres zdolności spółki do prowadzenia działalności gospodarczej, w tym wysokość środków przeznaczonych przez wspólników na poczet kapitału zakładowego. Wysokość kapitału zakładowego, jak również cel spółki musiały być określone w akcie założycielskim, zatem osoby, które utrzymywały relacje ze spółką, wiedziały, że może ona przeznaczyć posiadane środki wyłącznie w celach wskazanych w akcie założycielskim, a **przeznaczenie środków spółki** na inne cele było niedozwolone. O ile istniała ograniczona możliwość zmiany wysokości kapitału, nie była możliwa jakakolwiek zmiana przedmiotu działalności (celu) spółki²¹. Jak ponadto wskazał *Lord Hatherlay*, wspólnicy spółki w celu realizacji innego celu mieli zawsze możliwość założenia innej spółki na mocy nowego aktu założycielskiego wskazującego inny przedmiot działalności²².

W drugiej fazie kształtowania się w prawie angielskim zakazu nabywania własnych akcji przez spółki inkorporowane w oparciu o zasadę ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy, czynności o takim skutku zostały uznane w orzecznictwie sądów za formę **obejścia przepisów** o trybie **obniżenia kapitału zakładowego** spółki oraz **zwrotu wkładów** poczynionych na poczet kapitału zakładowego spółki na rzecz akcjonariuszy.

W sprawie *Hope v. International Financial Society*²³ z 1876 r. sędzia *James, L.J.*²⁴ uznał, że nabycie własnych akcji przez spółkę miało na celu **podział majątku spółki** pomiędzy wspólnikami, a w efekcie obejście przepisów regulujących możliwość obniżania kapitału zakładowego. Ustawodawca w Companies Act 1867 wprost wyłączył możliwość obniżania kapitału zakładowego z wyjątkiem przypadków uwzględniających zastosowanie specjalnych procedur, które

¹⁹ [1875] Law Rep. 7 H. L. 653, s. 678; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 5.

²⁰ Tamże, s. 684; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 6.

²¹ Tamże, s. 684–685; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 7.

²² Tamże, s. 687; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 8.

²³ [1876] 4 Ch. D. 327.

²⁴ Skrót L.J. oznacza Lord Justice of Appeal, tytuł sędziego angielskiego sądu apelacyjnego.

zapewniały ochronę obrotu gospodarczego, a nabycie akcji przez spółkę stanowiło próbę obniżenia kapitału zakładowego w innym trybie, tj. z pominięciem specjalnych środków ochrony²⁵. Jednocześnie sędzia odniósł się do swojej opinii przedstawionej w sprawie *In re County Palatine Loan and Discount Company (Teasdale's Case)*²⁶ z 1873 r., zgodnie z którą spółka mogła nadać sobie zdolność nabywania własnych akcji, co miało być uzasadnione odpowiedzialnością majątkową akcjonariuszy w okresie roku od zbycia akcji²⁷, stwierdzając, że nie ma pewności czy taki wniosek w odniesieniu do spraw na podstawie których został oparty, nie był zbyt daleko idący²⁸. Następnie w sprawie *Guinness v. Land Corporation of Ireland*²⁹ z 1882 r. omówione zostało przeznaczenie funduszy zgromadzonych w ramach wpłat na kapitał zakładowy, a w szczególności ich funkcja ochronna, czym uzasadniano zakaz zwrotu kapitału zakładowego spółki. Sędzia Bowen, L.J. stwierdził bowiem, że w przypadku spółek, w których odpowiedzialność akcjonariuszy jest ograniczona, kapitał spółki stanowi w pierwszej kolejności **źródło środków na prowadzenie działalności**, a w drugiej kolejności fundusz, z którego **wierzyciele** spółki mogą domagać się **zaspokojenia swoich roszczeń**³⁰. Ponadto, zgodnie z opinią sędziego Cotton'a, L.J. przedstawioną w tej samej sprawie, kapitał spółki mógł zostać wydany bądź utraczony w wyniku prowadzonej działalności, ale żadna jego część nie mogła zostać zwrócona akcjonariuszom z funduszu, na którym wierzyciele mogli polegać i z którego mogli zostać spłaćeni³¹.

Najistotniejszy z perspektywy kształtowania się ustawowych ograniczeń w nabywaniu własnych akcji oraz finansowaniu takich transakcji był wyrok Izby Lordów w sprawie *Trevor v. Whitworth*³² z 1887 r., w którym szczegółowo omówiona została mechanika działania zasady utrzymania kapitału zakładowego spółki, w oparciu o którą wyprowadzono generalną zasadę zakazu nabywania własnych akcji przez spółki działające w oparciu o ograniczoną odpowiedzialność akcjonariuszy.

Aby wyjaśnić **istotę orzeczeń Izby Lordów** (ang. *House of Lords*) oraz opinii sędziów zasiadających w jej składzie należy wskazać, że Izba Lordów była najwyższym cywilnym sądem odwoławczym dla Anglii, Walii, Szkocji oraz Irlandii

²⁵ [1876] 4 Ch. D. 327, s. 335–336; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 9.

²⁶ [1873] Law Rep. 9 Ch. 54.

²⁷ Tamże, s. 58; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 11.

²⁸ [1876] 4 Ch. D. 327, s. 336; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 10.

²⁹ [1882] 22 Ch. D. 349.

³⁰ Tamże, s. 379; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 12.

³¹ Tamże, s. 375; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 13.

³² [1887] 12 App Cas 409.

Północnej do 2009 r., kiedy to jej funkcje orzecznicze przejął SN³³. Orzeczenia wydane przez Izbę Lordów są wiążące dla sądów niższej instancji, w tym dla SA (ang. *Court of Appeal*). Co więcej, co do zasady, Izba Lordów była związana swoimi wcześniejszymi orzeczeniami – reguła ta została wyrażona w sprawie *London Tramways v. London County Council*³⁴ i choć w 1966 r. *Lord Gardiner* złożył oświadczenie w imieniu Izby Lordów, zgodnie z którym „uznając użycie **precedensów** jako niezbędnych w rozstrzygnięciu znaczenia prawa oraz jego zastosowania w indywidualnych sprawach (...) zaproponowano zmianę praktyki w ten sposób, że w uzasadnionych przypadkach Izba Lordów będzie uprawniona do odejścia od linii orzeczniczej”³⁵, w praktyce podejście wyrażone w tym oświadczeniu było stosowane w niewielu przypadkach³⁶.

Ze względu na wagę decyzji podjętej w sprawie *Trevor v. Whitworth* i przedstawionych stanowisk warto przytoczyć **stan faktyczny**, na tle którego rozpatrywana była sprawa. W 1886 r. została założona spółka na zasadach ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy pod nazwą *James Schofield & Sons Limited*, w celu (zgodnie z aktem założycielskim) „nabycia i prowadzenia działalności produkcyjnej, oraz wszelkiej innej działalności i dokonywania czynności, które spółka może uznać za wspomagające, powiązane lub pomocnicze w stosunku do takiej działalności”. Statut spółki (ang. *articles of association*) upoważniał spółkę do nabywania własnych akcji, jednak akt założycielski (ang. *memorandum of association*) nie przewidywał takiej możliwości. Po otwarciu likwidacji były akcjonariusz zgłosił wobec spółki roszczenie o zapłatę niewypłaconej części ceny za akcje tej spółki, które spółka nabyła przed otwarciem likwidacji³⁷.

W skład zespołu orzekającego wchodził: *Lord Herschell*, *Lord Watson* oraz *Lord Magnaghten*.

W ogólnej konkluzji *Lorda Magnaghtena*, koncepcja posiadania przez spółkę opartą o zasadę ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy **zdolności do nabywania własnych akcji** była **sprzeczna z intencją ustawodawcy** wyrażoną w przepisach *Companies Act 1862* oraz warunkami, na jakich parlament udzielił osobom fizycznym przywileju prowadzenia działalności w formie spółki na zasadach ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy³⁸. Ustawa wymagała wskazania w akcie założycielskim celów, które nie mogły zostać poszerzone jakimkolwiek aktem, w tym statutem spółki. Działania związane z **celami wska-**

³³ *P. Darbyshire*, *Eddey*, s. 119; *G.R.Y. Radcliffe*, *G. Cross*, *The English*, s. 209; *G. Slapper*, *D. Kelly*, *The English*, s. 242–243.

³⁴ [1898] A.C. 375.

³⁵ *Practice Statement (Judicial Precedent)* (1966) 1 W.R.L. 1234.

³⁶ *P. Darbyshire*, *Eddey*, s. 37–38.

³⁷ [1887] 12 App Cas 409, s. 409.

³⁸ Tamże, s. 433; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 14.

zanymi w akcie założycielskim były dozwolone, inna aktywność spółki była natomiast zabroniona. Skoro ustawa wymagała wskazania kwoty kapitału zakładowego, z którym spółka miała być zarejestrowana, podanie takiej kwoty było jednoznaczne z deklaracją, że środki wpłacone na kapitał zakładowy spółki zostaną przeznaczone na cele wskazane w akcie założycielskim. Nabycie własnych akcji angażowało te środki, które powinny być przeznaczone na inne cele i czynności takiej nie można było uznać za związaną z działalnością spółki wyłącznie ze względu na fakt, że takie rozwiązanie było wygodnym sposobem wyłączenia problematycznego akcjonariusza – w takiej sytuacji pozostali akcjonariusze powinni wykorzystać swoje własne fundusze i wykupić posiadane przez takiego akcjonariusza akcje³⁹. Jednocześnie wskazanie w akcie założycielskim nabywania własnych akcji jako jednego z celów spółki byłoby nieważne⁴⁰.

Jak wskazał *Lord Herschell*, spółki oparte na zasadzie ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy różniły się od spółek, w których odpowiedzialność akcjonariuszy była nieograniczona właśnie tym, że **kapitał zakładowy** spółki, ile nie został przeznaczony na cele określone w akcie założycielskim, **powinien być dostępny dla wierzycieli**, aby zaspokoić ich wierzytelności wobec spółki. Bez wątplenia środki z tytułu pokrycia kapitału zakładowego mogły być wydane, bądź nawet stracone, w ramach działalności związanej z celami spółki, a osoby posiadające relacje ze spółką były tego **świadome i akceptowały takie ryzyko**. Jednak osoby te **miały prawo** (w założeniu ustawodawcy) **polegać** na założeniu, że środki spółki nie będą **wypłacone akcjonariuszom** lub **rozdysponowane na jakiegokolwiek cele poza tymi wskazanymi w akcie założycielskim**⁴¹.

Choć *Companies Act 1862* nie przewidywała możliwości obniżenia kapitału zakładowego, okazało się, że w praktyce występują sytuacje, w których taka możliwość byłaby wskazana. Z tego względu już w *Companies Act 1867* wprowadzono przepisy określające rygorystyczne warunki, na jakich **obniżenie kapitału zakładowego** w spółce było dopuszczalne. Obniżenie kapitału zakłado-

³⁹ Tamże, s. 433, 436; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 15.

⁴⁰ Zakładając, że nabywanie własnych akcji byłoby jedynym celem spółki, taki cel nie mógłby być uznany za zgodny z prawem. Rozważając, czy zgodne z prawem byłoby wskazanie nabywania własnych akcji jako jednego z celów, *Lord Magnaghten* przytoczył regulację, zgodnie z którą Giełda Papierów Wartościowych nie wyznaczałaby dnia rozliczenia, ani kwotowania dla spółki, która twierdziłaby, że posiada zdolność nabywania własnych akcji. Gdyby akcjonariusze nie chcieli wskazywać nabywania własnych akcji jako jednego z celów spółki, mogliby próbować uzyskać taką samą elastyczność w działaniu zarządu, przez określenie kwoty kapitału zakładowego z zastrzeżeniem zdolności zarządu do nabywania akcji spółki, gdyby było to pożądane. W ocenie *Lorda Magnaghtena* takie rozwiązanie byłoby wewnętrznie sprzeczne i sprowadzało jeden z wymogów określonych w ustawie do „pustej formy” – tamże, s. 436–437; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 16.

⁴¹ Tamże, s. 415; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 17.

wego było **dozwolone wyłącznie za zgodą sądu**, po zawiadomieniu wierzycieli oraz na warunkach określonych przez sąd. W ocenie *Lorda Herschella* określenie tak rygorystycznych warunków prawnych najlepiej pokazywało, jak bardzo obniżenie kapitału zakładowego było sprzeczne z koncepcją ograniczonej odpowiedzialnością akcjonariuszy za zobowiązania spółki⁴².

W ocenie Lorda Watsona omawiane regulacje miały **uniemożliwić** przeprowadzany bez nadzoru sądowego **zwrot na rzecz wspólników** środków wpłaconych na kapitał spółki, ze względu na fakt, że osoby, które dokonywały czynności ze spółką ufały, że spółka prowadzi działalność w oparciu o już dokonane przez wspólników wpłaty na kapitał zakładowy (oraz, w razie potrzeby, zobowiązania do dokonania wpłat przez akcjonariuszy) i żadne z tych wpłaconych kwot nie zostaną przez spółkę wydane poza dozwoloną działalnością⁴³.

Każdy z orzekających sędziów zwrócił uwagę na **skutki nabycia** przez spółkę **własnych akcji**. *Lord Magnagthen* podkreślił, że w sytuacji, **gdy akcje były nabyte przez spółkę** przy braku ponownej emisji akcji następowało **obniżenie** tak nominalnego, jak i opłaconego **kapitału zakładowego**⁴⁴. Lord Watson wskazał ponadto, że gdy akcje po ich nabyciu są posiadane przez spółkę, korespondująca część kapitału zakładowego jest na stałe wycofana z zasobów wykorzystywanych do prowadzenia działalności gospodarczej. Co więcej, **spółka stałaby się swoim akcjonariuszem**, co jest sprzeczne z naturą spółki, m.in. mając na uwadze fakt, że w określonych sytuacjach akcjonariusze są dłużnikami spółki, np. w zakresie zobowiązania do pełnego pokrycia akcji, bądź w przypadku konieczności poniesienia odpowiedzialności za zobowiązania spółki (w sytuacjach określonych w ustawie)⁴⁵.

Lord Herschell zwrócił ponadto uwagę, że skutkiem uznania roszczenia akcjonariusza o zapłatę ceny za akcje za zasadne byłoby **przyznanie wspólnikowi takich samych praw** w postępowaniu likwidacyjnym, jak i pozostałym **wierzycielom**, tj. możliwości żądania zaspokojenia roszczenia z kapitału spółki złożonego z wpłat dokonanych przez akcjonariuszy, którego celem miało być umożliwienie zaspokojenia roszczeń wierzycieli spółki (co do zasady, innych niż akcjonariusze). W takiej sytuacji wszelkie ograniczenia w zakresie obniżania wysokości kapitału zakładowego, których funkcją była ochrona wierzycieli spółki, należałoby uznać za bezskuteczne. Zatem niezależnie od celu przyświecają-

⁴² Tamże, s. 415–416, 423; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 18.

⁴³ Tamże, s. 423–424; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 19.

⁴⁴ Tamże, s. 429; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 20.

⁴⁵ Tamże, s. 414, 424; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 21.

cego nabyciu własnych akcji, efektem takiej czynności byłby zwrot na rzecz akcjonariuszy kapitału zakładowego, który wobec ograniczonej odpowiedzialności akcjonariuszy miał stanowić zabezpieczenie roszczeń wierzycieli⁴⁶.

III. Finansowanie nabywania własnych akcji w angielskim orzecznictwie XIX w.

Jeszcze przed wydaniem wyroku w sprawie *Trevor v. Whitworth* w sprawozdaniach dotyczących sporów na tle nabywania własnych akcji opisywane były przypadki udzielania przez spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością (ang. *limited liability company*) finansowania w celu przeprowadzenia nabycia jej akcji, jak np. w sprawie *The Phosphate of Lime Company, Limited v. Greene and another*⁴⁷ z 1871 r. Zagadnienie dopuszczalności dokonania takiej czynności przez spółkę **nie wzbudzało** w tej sprawie **zastrzeżeń** tak stron, jak i sądów.

Jednak już w 1879 r. w sprawie rozstrzyganej przez Izbę Lordów *Cree v. Somervail*⁴⁸ przypadek przeznaczenia środków spółki na sfinansowanie nabycia jej akcji przez członków zarządu działających jako powiernicy został oceniony przez Lorda Blackburna jako **nieuprawnione wykorzystanie środków** spółki, które nie mogło zostać uznane za dozwolone nawet w przypadku uzyskania zgody wspólników spółki. Co więcej, w ocenie Lorda Blackburna w przypadku wszczęcia przez spółkę powództwa przeciwko powiernikom o zwrot kwoty wykorzystanej na nabycie akcji, racja byłaby po stronie spółki⁴⁹.

Trzeba mieć na uwadze również opinię wyrażoną w sprawie *Lorang v. The King*⁵⁰, w której apelacyjny sąd karny stwierdził, że nie widzi różnicy między nabywaniem własnych akcji, a udzielaniem pożyczki w celu umożliwienia nabycia własnych akcji, w związku z czym udzielenie takiej pożyczki było sprzeczne z prawem niezależnie od obowiązywania art. 45 Companies Act 1929, zawierającego zakaz udzielania przez spółkę wsparcia finansowego nabywania emitowanych przez nią akcji⁵¹.

⁴⁶ Tamże, s. 416; fragment wyroku w oryginalnym brzmieniu został zawarty w Załączniku 1, pkt 22.

⁴⁷ [1871] Law Rep. 7 C.P. 43.

⁴⁸ [1879] 4 App. Cas. 648.

⁴⁹ Tamże, s. 666.

⁵⁰ [1931] 22 Cr. App R. 167.

⁵¹ *F.P. Hennessy, Provision*, s. 395.

IV. Companies Act 1928, 1929, 1947, 1948

Rekomendacje Komitetu Lorda Greene'a znalazły swoje legislacyjne odzwierciedlenie w Companies Act 1928, której art. 16 wprowadził **pierwszy ustawowy zakaz udzielania finansowego wsparcia** nabywania własnych akcji. Akt ten został wkrótce zastąpiony ustawą konsolidującą Companies Act 1929, w której przedmiotowy zakaz został uchwalony w identycznym brzmieniu w art. 45⁵², o następującej treści:

- „(1) Za wyjątkiem przypadków opisanych w niniejszym artykule, spółka nie może udzielać, bezpośrednio lub pośrednio, w formie pożyczki, gwarancji, udzielenia zabezpieczenia lub w inny sposób, wsparcia finansowego w celu lub w związku z nabyciem akcji tej spółki dokonany, lub które ma zostać dokonane przez jakąkolwiek osobę, przy czym niniejszy artykuł nie wprowadza zakazu:
- (a) w sytuacji, gdy udzielanie pożyczek lub kredytów stanowi części zwykłej działalności spółki, udzielenia pożyczki lub kredytu w ramach zwykłego toku jej działalności;
 - (b) dostarczenia przez spółkę, zgodnie z programem obowiązującym w danym momencie, środków pieniężnych na nabycie przez powierników w pełni opłaconych akcji, które mają być posiadane przez lub na rzecz pracowników spółki, w tym członków organów zarządzających zatrudnionych przez spółkę bądź posiadających stanowisko kierownicze w spółce;
 - (c) udzielenia przez spółkę pożyczek osobom innym niż członkowie organów zarządzających, w dobrej wierze w ramach zatrudnienia przez spółkę, w celu umożliwienia tym osobom nabycia w pełni opłaconych akcji tej spółki oraz posiadania tych akcji jako faktyczny właściciel.
- (2) Łączna suma niespłaconych pożyczek i kredytów udzielonych na podstawie podpunktów (b) i (c) ustępu (1) niniejszego artykułu powinna być ujawniona jako osobna pozycja w każdym bilansie spółki;
- (3) W przypadku, gdyby spółka dokonała czynności sprzecznej z niniejszym artykułem, spółka oraz każdy członek kadry zarządzającej, który naruszyłby ograniczenia wynikające z niniejszego artykułu podlegają karze nie przewyższającej stu funtów”⁵³.

⁵² E. Ferran, L.C. Ho, Principles, s. 232; C. Roberts, Financial, s. 8–9.

⁵³ W oryginalnym brzmieniu:

„(1) Subject as provided in this section, it shall not be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of security or otherwise, any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase made or to be made by any person of any shares in the company:

Powyższa regulacja nie była jednak wolna od krytyki. Jej wadliwość została wyraźnie uwidoczniła w sprawie *In re V.G.M. Holdings, Ltd*, w której *Lord Greene*, z poparciem dwóch pozostałych sędziów rozstrzygnął, że pojęcie „nabycia” akcji w przedmiotowym przepisie **nie odnosiło się do obejmowania akcji**. Taka decyzja została uzasadniona różnicą między sprzedażą akcji jako rozporządzeniem istniejącymi prawami, a objęciem akcji, jako aktem kreacji praw⁵⁴.

W analizowanej sprawie *Lord Greene* odwołał się do przyczyn wprowadzenia zakazu wspierania finansowego **nabywania (ang. purchase) akcji** przez spółkę opisując typ transakcji, którym zakaz miał zapobiegać:

„Ci, których wspomnienia pozwalają przypomnieć sobie, co działo się kilka lat po ostatniej wojnie będą pamiętać, że często stosowana była forma transakcji związanej ze spółkami, w której osoby – niezależnie czy będą nazwane finansjerami, spekulantami czy inaczej – znajdowały spółkę ze znacznymi środkami pieniężnymi lub dobrami szybko zbywalnymi takimi jak długi wojenne, nabywały wszystkie lub większą część akcji spółki za gotówkę i aranżowały sprawy w taki sposób, że środki na zapłatę ceny nabycia, którą były zobowiązane zapłacić były udostępniane przez spółkę, której akcje były przedmiotem transakcji, albo z dostępnych środków pieniężnych lub ze sprzedaży płynnych aktywów. Taki typ transakcji był powszechny i powodował wielkie niezadowolenie, a w niektórych przypadkach, wielkie skandale”⁵⁵.

Provided that nothing in this section shall be taken to prohibit –

- (a) *where the lending of money is part of the ordinary business of a company, the lending of money by the company in the ordinary course of business;*
 - (b) *the provision by a company, in accordance with any scheme for the time being in force, of money for the purchase by trustees of fully – paid shares in the company to be held by or for the benefit of employees of the company, including any director holding a salaried employment or office in the company;*
 - (c) *the making by a company of loans to persons, other than directors, bona fide in the employment of the company with a view to enabling those persons to purchase fully-paid shares in the company to be held by themselves by way of beneficial ownership.*
- (2) *The aggregate amount of any outstanding loans made under the authority of provisos (b) and (c) to subsection (1) of this section shall be shown as a separate item in every balance sheet of the company.*
- (3) *If a company acts in contravention to this section, the company and every officer of the company who is in default shall be liable to a fine not exceeding one hundred pounds” – C. Roberts, Financial, s. 9–10.*

⁵⁴ [1942] Ch. 235, s. 240–241.

⁵⁵ „Those whose memories enable them to recall what had been happening after the last war for several years will remember that a very common form of transaction in connection with companies was one by which persons—call them financiers, speculators, or what you will—finding a company with a substantial cash balance or easily realizable assets such as war loan, bought up the whole or the greater part of the shares of the company for cash and so arranged matters that the purchase money which they then became bound to provide was advanced to them by the company whose shares they were acquiring, either out of its cash balance or by realization of its liquid investments. That type of transaction was a common one, and it gave rise to great dissatisfaction and, in some cases, great scandals” – [1942] Ch. 235, s. 239.

Prawdopodobnie przez wzgląd na rozstrzygnięcie w sprawie *In re V.G.M. Holdings, Ltd* **Komitet pod przewodnictwem J. Cohena**, którego zadaniem było przeprowadzenie analizy oraz przygotowanie rekomendacji zmian do Companies Act 1929 w raporcie z 1945 r. uznał, że zakaz udzielania wsparcia finansowego powinien odnosić się również do obejmowania akcji, a co więcej – ograniczenia powinny dotyczyć również nabywania oraz obejmowania akcji spółek dominujących w stosunku do danej spółki⁵⁶. Druga z przedstawionych rekomendacji związana była z ogólnym zaleceniem wprowadzenia zakazu nabywania przez spółkę akcji w jej **spółce dominującej**. Powyższe rekomendacje (w zakresie udzielania wsparcia finansowego) zostały ujęte w formie przepisu prawa w art. 73 Companies Act 1947⁵⁷, co przełożyło się na następujące **zmienione brzmienie** zakazu w uchwalonej wkrótce Companies Act 1948⁵⁸ [podkr. – P.K.K.]:

„54. Zakaz udzielania przez spółkę wsparcia finansowego na nabycie lub objęcie jej własnych akcji lub akcji spółki dominującej

(1) Za wyjątkiem przypadków opisanych w niniejszym artykule, spółka nie może udzielać, bezpośrednio lub pośrednio, w formie pożyczki, gwarancji, udzielenia zabezpieczenia lub w inny sposób, wsparcia finansowego w celu lub w związku z nabyciem **lub objęciem** akcji tej spółki, **lub jeżeli spółka jest spółką zależną, akcji jej spółki dominującej**, dokonany, lub które ma zostać dokonane, przez jakąkolwiek osobę:

Przy czym niniejszy artykuł nie wprowadza zakazu:

- (a) w sytuacji, gdy udzielanie pożyczek lub kredytów stanowi części zwykłej działalności spółki, udzielenia pożyczki lub kredytu w ramach zwykłego toku jej działalności;
- (b) udzielenia przez spółkę, zgodnie z programem obowiązującym w danym momencie, środków pieniężnych na nabycie **lub objęcie** przez powierników w pełni opłaconych akcji spółki **lub jej spółki dominującej**, które mają być posiadane przez lub na rzecz pracowników spółki, w tym członków organów zarządzających zatrudnionych przez spółkę, bądź posiadających stanowisko kierownicze w spółce;

⁵⁶ Report of the Committee on Company Law Amendment, Londyn, HMSO, Cmd 6659 (1845), Nb 170.

⁵⁷ W oryginalnym brzmieniu:

„73. – (1) *Section forty-five of the principal Act (which prohibits the provision of financial assistance by a company for the purchase of its own shares) shall apply to shares in a company's holding company as it applies to shares in the company itself.*

(2) *The said section forty-five shall also apply in relation to a subscription for shares in a company or its holding company as it applies in relation to a purchase of such shares*” – The Companies Act 1947 (10 & 11 Geo. 6 ch. 47).

⁵⁸ The Companies Act 1948 (11 & 12 Geo. 6 ch. 38).

- (c) udzielenia przez spółkę pożyczek osobom innym niż członkowie organów zarządzających, w dobrej wierze, w ramach zatrudnienia przez spółkę, w celu umożliwienia tym osobom nabycia **lub objęcia** w pełni opłaconych akcji tej spółki **lub jej spółki dominującej** oraz posiadanie tych akcji jako faktyczny właściciel.
- (2) W przypadku, gdyby spółka dokonała czynności sprzecznej z niniejszym artykułem, spółka oraz każdy członek kadry zarządzającej, który naruszyłby ograniczenia wynikające z niniejszego artykułu podlegają karze nieprzewyższającej stu funtów⁵⁹.

W literaturze zwrócono uwagę, że wprowadzenie takiego samego reżimu w odniesieniu do obejmowania akcji, jak i w stosunku do nabywania akcji mogło być nie w pełni uzasadnione biorąc pod uwagę **odmienne skutki** dwóch rodzajów operacji. W przypadku udzielenia wsparcia finansowego w związku z **nabyciem akcji** – jeśli wsparcie to przybierało formę udostępnienia środków finansowych – środki te ostatecznie pozostawały własnością podmiotów trzecich, podczas gdy w przypadku **obejmowania akcji**, środki były powrotnie przekazywane spółce⁶⁰. Pogląd ten nie wpłynął jednak na dalszy rozwój regulacji.

Zmiany wprowadzone w oparciu o **rekomendacje Komitetu Cohena** można ocenić jako dość ograniczone w odniesieniu do zakresu negatywnej oceny regulacji zawartej w Companies Act 1929. Sprowadzały się one bowiem w zasadzie

⁵⁹ W oryginalnym brzmieniu [podkr. – P.K.K.]:

54. Prohibition of provision of financial assistance by company for purchase of or subscription for its own, or its holding company's shares

- (1) *Subject as provided in this section, it shall not be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of security or otherwise, any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase or subscription made or to be made by any person of any shares in the company, or, where the company is a subsidiary company, in its holding company:*

Provided that nothing in this section shall be taken to prohibit –

- (a) *where the lending of money is part of the ordinary business of a company, the lending of money by the company in the ordinary course of business;*
- (b) *the provision by a company, in accordance with any scheme for the time being in force, of money for the purchase of, or subscription for, fully-paid shares in the company or its holding company, being a purchase or subscription by trustees of or for shares to be held by or for the benefit of employees of the company, including any director holding a salaried employment or office in the company;*
- (c) *the making by a company of loans to persons, other than directors, bona fide in the employment of the company with a view to enabling those persons to purchase or subscribe for fully-paid shares in the company or its holding company to be held by themselves by way of beneficial ownership.*
- (2) *If a company acts in contravention to this section, the company and every officer of the company who is in default shall be liable to a fine not exceeding one hundred pounds.* – Companies Act 1948 (11 & 12 Geo. 6 ch. 38).*

⁶⁰ R. Instone, Section 54, s. 101.

[Przejdź do księgarni →](#)



ksiegarnia.beck.pl