

## FUNKCJE I TREŚĆ OBOWIĄZKU ZARZĄDU DO PRZEDSTAWIENIA OPINII W ZWIĄZKU Z PLANOWANYM WYŁĄCZENIEM PRAWA POBORU AKCJI (art. 433 § 2 zd. 4 k.s.h.)

W porównaniu ze stanem prawnym obowiązującym pod rządami kodeksu handlowego z 1934 r.<sup>1</sup>, kodeks spółek handlowych<sup>2</sup> w zasadniczo odmienny sposób traktuje instytucję prawa poboru akcjonariuszy (art. 433 k.s.h.) – prawo poboru jest obecnie prawem obligatoryjnym, które nie może zostać w sposób generalny wyłączone ani ograniczone w statucie spółki<sup>3</sup>. Wyłączenie prawa poboru może nastąpić jedynie *in concreto*, na podstawie uchwały walnego zgromadzenia (lub zastępującej ją uchwały zarządu w ramach kapitału docelowego) przy spełnieniu określonych prawem przesłanek<sup>4</sup>. Jedną z formalnych przesłanek wyłączenia prawa poboru jest obowiązek przedłożenia opinii zarządu uzasadniającej powody wyłączenia prawa poboru. Istnienie tej przesłanki również stanowi novum w porównaniu z regulacją kodeksu handlowego. Wspomniana okoliczność, jak również pojawiające się wątpliwości w zakresie znaczenia i treści opinii zarządu, uzasadniają bliższe przyjrzenie się tytułowej problematyce, czemu poświęcone jest niniejsze opracowanie.

### I. Uwagi wstępne

Zgodnie z art. 435 § 2 k.h. jednym z warunków legalności wyłączenia prawa poboru na podstawie uchwały walnego zgromadzenia było odpowiednie umotywowanie tej uchwały. Podobnego wymogu nie przewiduje traktujący o wyłączeniu prawa poboru obecny art. 433 § 2 k.s.h., który jednak w zdaniu czwartym statuuje, że „zarząd przedstawia walnemu zgromadzeniu opinię uzasadniającą powody wyłączenia albo ograniczenia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną akcji, bądź sposób jej ustalenia”. Pozwala to na przyjęcie tezy, iż obowiązek sporządzenia opinii zastąpił znany kodeksowi handlowemu wymóg umoty-

\* Autor jest pracownikiem Katedry Europeistyki UJ oraz wykładowcą w Krakowskiej Szkole Wyższej im. A. Frycza Modrzewskiego.

- 1 Rozporządzenie Prezydenta RP z 27 czerwca 1934 r. – kodeks handlowy (Dz.U. Nr 57, poz. 502).
- 2 Ustawa z 15 września 2000 r. (Dz.U. Nr 94, poz. 1037).
- 3 Zmiany tej nie zauważa A. Szumański [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo Spółek*, Bydgoszcz-Kraków 2002, s. 648-649. Za wątpliwą uznać należy również tezę o możliwości ograniczenia prawa poboru na podstawie art. 351 lub art. 354 k.s.h., tak jednak W. Popiołek [w:] K. Kruczałak (red.), *Kodeks Spółek Handlowych – Komentarz*, Warszawa 1996-2001, art. 433, uw. nr 5; W. Popiołek [w:] J. A. Strzępka, W. Popiołek, A. Witosz, E. Zielińska, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz z orzecznictwem*, Warszawa 2001, art. 433 uw. nr 1.
- 4 Zob. M. Romanowski, *Kapitał docelowy a prawo poboru*, *PPH* 2003, nr 3, s. 4; A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, (w druku ukaze się nakładem Wydawnictwa C.H. Beck w październiku b.r.), punkt 10.1.1.
- 5 Odmiennie jednak M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8, który w dalszym ciągu opowiada się za istnieniem obowiązku umotywowania uchwały walnego zgromadzenia. Według tego autora opinia zarządu pełni jedynie funkcję pomocniczą i występuje obok, a nie zamiast obowiązku umotywowania uchwały.

wowania uchwały<sup>5</sup>. Omawiana zmiana jest wyrazem dostosowania prawa polskiego do postanowień Drugiej Dyrektywy<sup>6</sup>, która w art. 29 ust. 4 zd. 3 nakłada na ustawodawców krajowych państw członkowskich obowiązek implementacji do ich porządków prawnych wymogu przedstawienia opinii zarządu przy wyłączeniu prawa poboru<sup>7</sup>. Należy również przyjąć, iż źródłem obowiązku zarządu – obok wyraźnego postanowienia ustawy – jest również zasada lojalności członków zarządu wobec spółki i akcjonariuszy, co stanowi okoliczność determinującą stopień szczególności opinii rekomendującej wyłączenie prawa poboru<sup>8</sup>.

## II. Funkcje opinii zarządu

Opinia zarządu pełni dwie podstawowe funkcje: informacyjną oraz procesową.

### 1. Funkcja informacyjna

Opinia zarządu w przedmiocie całkowitego lub częściowego wyłączenia prawa poboru umożliwiać ma akcjonariuszom wyrobienie sobie opinii na temat zasadności wyłączenia prawa poboru, a co za tym idzie podjęcie decyzji co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu<sup>9</sup>. Oznacza to, że akcjonariusze powinni dysponować wszystkimi istotnymi informacjami, relewantnymi z punktu widzenia procesu decyzyjnego. Informacje te obejmują zestawienie korzyści i zagrożeń<sup>10</sup> związanych z emisją akcji bez prawa poboru.

Akcjonariuszom przysługuje wprawdzie prawo do informacji na temat spółki (art. 428-429 k.s.h.), jednakże wzgląd na wagę ingerencji w prawa akcjonariusza, jaki stanowić może wyłączenie prawa poboru, uzasadnia wprowadzenie dodatkowych instrumentów prawnych. Prawo akcjonariusza, będące korelatem obowiązku przedstawienia opinii przez zarząd, nie należy do kategorii indywidualnych praw informacyjnych, o których mowa w art. 428-429 k.s.h., lecz stanowi swoiste kolektywne prawo do informacji<sup>11</sup>. Należy jednak podkreślić, iż obowiązek przedłożenia opinii zarządu nie powoduje wyłączenia indywidualnego prawa akcjonariuszy do informacji. Indywidualne i kolektywne prawo do informacji są tutaj bowiem wzajemnie komplementarne i występują kumulatywnie. Często to właśnie opinia zarządu stanowi podstawę do formułowania dalszych pytań ze strony akcjonariuszy, co realizuje się właśnie w drodze indywidualnego prawa do informacji. W przypad-

6 Pełna nazwa dyrektywy brzmi: Druga Dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich z 13 grudnia 1976 r. zmierzająca do zharmonizowania gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w znaczeniu art. 58 ust. 2 Traktatu, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich, w zakresie tworzenia spółki akcyjnej oraz utrzymywania i zmian jej kapitału (Dz. Urz. Wsp. Eur. Nr L 26 z 31.01.1977, s. 1-13). Oficjalny tekst Dyrektywy dostępny w internecie pod <http://www.europa.eu.int>. Polskie tłumaczenie opublikowane w M. Safjan (red.), *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie*, Warszawa 1996.

7 Na temat regulacji prawa poboru w Drugiej Dyrektywie zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., roz. 3.

8 Szerzej na ten temat zob. niżej punkt III.1.

9 Tak też w literaturze niemieckiej U. Hüffer, *Aktiengesetz*, wyd. 5., Monachium 2002, uw. do § 186, nb. 23; M. Lutter [w:] W. Zöllner (red.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, wyd. 2 t. 5/1 (§§ 179-240 AktG), Kolonia-Berlin-Bonn-Monachium 1995, uw. do § 186, nb. 56; H. Wiedemann [w:] K. J. Hopt, H. Wiedemann (red.), *Großkommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl. 5. Lieferung (§§ 179-191 AktG), Bonn-Nowy Jork 1995, uw. do § 186, nb. 117.

10 H. Wiedemann, *Großkommentar...* op.cit., uw. do § 186, nb. 117 wyróżnia w związku z tym dodatkowo funkcję ostrzegawczą opinii.

11 Zob. H. Wiedemann, *Großkommentar...* op.cit., uw. do § 186, nb. 117.

ku walnego zgromadzenia, na którym podjęta ma być uchwała o wyłączeniu prawa poboru, zastosowania nie znajdzie jednak art. 428 § 3 k.s.h., gdyż podważałoby to w danych okolicznościach sens prawa do informacji.

Przyjęcie założenia, że opinia zarządu stanowić będzie dla akcjonariuszy podstawę do podjęcia przez nich decyzji dotyczącej sposobu głosowania nad uchwałą o wyłączeniu prawa poboru, może okazać się w określonych okolicznościach fikcją. Sytuacja taka będzie miała miejsce zwłaszcza wówczas, kiedy z uwagi na strukturę akcjonariatu wynik głosowania jest z góry przesądzony. Przypadek taki nie może jednak uzasadniać zwolnienia z obowiązku przedłożenia przez zarząd opinii ani też „łagodząco“ wpływać na wymogi dotyczące jej treści. Wynika to z drugiej, praktycznie istotniejszej funkcji opinii zarządu, jaką jest funkcja procesowa (zob. punkt 2 poniżej). Jednocześnie należy podkreślić, że implikacją postawionej tezy jest niedopuszczalność powołania się przez spółkę na brak kauzalnej relacji pomiędzy wynikiem głosowania nad uchwałą o wyłączeniu prawa poboru, a brakiem przedłożenia, czy też niewłaściwą treścią opinii.

## 2. Funkcja procesowa

Opinia zarządu w kwestii wyłączenia prawa poboru służy również – a w wielu przypadkach przede wszystkim – sądowej kontroli legalności wyłączenia. Sytuuje to wymóg przedłożenia opinii pomiędzy formalnymi a materialnymi przesłankami wyłączenia prawa poboru: sporządzenie opinii jest wprowadzie samo w sobie przesłanką formalną, jednakże jej treść stanowi przyzmat, przez który dokonuje się oceny materialnej legalności wyłączenia prawa poboru. Opinia nie staje się wprowadzie częścią uchwały walnego zgromadzenia, jednakże jej funkcjonalny związek z uchwałą jest na tyle mocny, że kontrola uchwały nie może być dokonywana w oderwaniu od opinii zarządu. Opinia ta ma fundamentalne znaczenie dla merytorycznej kontroli legalności uchwały w sprawie pozbawienia akcjonariuszy prawa poboru akcji<sup>12</sup>.

Niemale trudności wiążą się jednak z abstrakcyjnym określeniem kognicji sądu gospodarczego, który nie powinien ingerować nadmiernie w sferę działalności gospodarczej. W tej mierze należy bowiem uznać istnienie pewnej swobody decyzyjnej (uznaniowości), która musi przysługiwać organowi zarządzającemu w ramach prowadzonej przezeń działalności gospodarczej (*business judgment rule*). Wkraczając nazbyt daleko w obszar podejmowania decyzji ekonomicznych, sąd przekraczałby mianowicie swoje kompetencje, stając się „superarbitrem gospodarczym“. Granica dla kontroli ze strony sądu gospodarczego nie może być ustalona w sposób sztywny. Konieczne jest podejście elastyczne, w którym wyważona zostanie z jednej strony potrzeba ochrony przed nadużyciami, z drugiej zaś zapewniony zostanie odpowiednio szeroki margines uznaniowości zarządu co do celowości podejmowanych działań. Stąd też w przypadku sporu o wyłączenie prawa poboru proponować można następującą formułę: obowiązek sporządzenia opinii zarządu jest wyrazem prawnego domniemania nielegalności pozbawienia akcjonariuszy prawa poboru, z czego wynika również przesunięcie ciężaru udowodnienia przeciwności na zarząd spółki. Przedstawienie opinii jest zatem niczym innym, jak właśnie przeprowadzeniem dowodu przeciwnego. Zarządowi przysługuje jednak pewna swoboda co do wyboru i oceny

12 Według M. Romanowskiego, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8, funkcję tę powinno pełnić uzasadnienie uchwały walnego zgromadzenia, które jednak – inaczej niż pod rządami kodeksu handlowego – nie jest obecnie wymagane (zob. wyżej, pkt I. Uwagi wstępne).

planowanych działań oraz prognozowania wpływu ich realizacji na spółkę. Prerogatywa ta może zostać podważona wyłącznie w przypadku jaskrawych nadużyć.

Problem ten można zilustrować na następującym przykładzie: w przypadku wyłączenia prawa poboru celem nabycia udziałów w innej spółce z danego sektora sąd nie będzie badał, czy inwestycja w daną branżę jest optymalna ekonomicznie, a zajmie się jedynie ustaleniem:

1. czy nabycie danego przedmiotu nie jest na zbliżonych warunkach możliwe w inny sposób, tj., bez wyłączenia prawa poboru (przesłanka konieczności<sup>13</sup>),
2. czy nabycie danego przedmiotu jest rzeczywistym celem operacji (a nie jedynie przykrywką dla realizacji innego celu, w szczególności zmniejszenia udziału dotychczasowych akcjonariuszy w spółce),
3. czy inwestycja mieści się w ramach przedmiotu działalności spółki.

Zaprezentowane stanowisko nie może pozostać bez wpływu na rozkład ciężaru dowodu w postępowaniu sądowym wszczętym z powództwa o uchylene uchwały walnego zgromadzenia – ciężar udowodnienia legalności będzie musiała unieść spółka<sup>14</sup>.

### III. Treść opinii

#### 1. Problem stopnia szczegółowości opinii

Zgodnie z literą ustawy, treść opinii obejmować ma powody wyłączenia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną lub sposób jej ustalenia. Pewne wątpliwości mogą się jednak wiązać z kwestią stopnia szczegółowości opinii. Decydujące znaczenie należy w tej materii przypisać wykładni celowościowej: dokładność przy podawaniu wymienionych informacji determinowana jest funkcją opinii zarządu. Niewystarczające będzie zatem uzasadnienie schematyczne czy tylko powierzchowne. Za konieczne uznać należy szczegółowe opisanie zamierzenia, którego realizacji służyć ma wyłączenie prawa poboru, wskazanie korzyści, jakie wynikną stąd dla spółki, jak również zarysowanie negatywnych konsekwencji, jakie wynikać mogą z takiej emisji dla dotychczasowych akcjonariuszy spółki. Podanie tych informacji ułatwić ma wyważenie kolidujących interesów. Opinia zarządu musi w sposób przekonujący wykazywać powody przemawiające za pozbawieniem akcjonariuszy prawa poboru. Przedstawienie to powinno zostać dokonane na tle rozwiązań alternatywnych, niewiązanych się z tego rodzaju ingerencją w prawa akcjonariusza. W tym ostatnim przypadku konieczne będzie uzasadnienie wyboru właśnie tego rozwiązania, które łączy się z pozbawieniem akcjonariuszy prawa poboru. Opinia zarządu musi wykazywać się spójnością, kompletnością i racjonalnością. Brak tych przymiotów może być podstawą (skutecznego)

13 Zob. szerzej na ten temat A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., pkt 10.3.3.

14 Zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., pkt 12.3.8.5.1. Pogląd ten jest również dominujący w doktrynie niemieckiej, por. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do art. 186, nb. 38; H. Hirte, *Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung*, Kolonia 1986, s. 221; M. Lutter, *Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses. Besprechung der Entscheidung BGHZ 71, 40 (Kali & Salz)*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 1979, s. 412 i n.; H. Wiedemann, *Großkommentar...* op.cit., uw. do § 186, nb. 188. Inaczej T. Bezenberger, *Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluss*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2002, s. 1927; autor ten przyjmuje jednak nadużycie prawa jako zasadnicze kryterium kontroli przy włączeniu prawa poboru. Stanowisko orzecznictwo w omawianej kwestii jest niejasne i zmierza w kierunku podziału ciężaru dowodu, por. BGHZ 71, 40, (Kali & Salz), s. 48 i n. = NJW 1978, 1316.

zaskarżenia uchwały o wyłączeniu prawa poboru ze względu na uchybienia formalne<sup>15</sup>. Przy ustalaniu stopnia szczegółowości należy jednak zawsze mieć na względzie, że spółka nie może być zmuszana do ujawniania istotnych dla jej funkcjonowania tajemnic oraz informacji dotyczących strategii rozwoju, które mogłyby zostać wykorzystane przez konkurencję na szkodę spółki albo też groziłyby zniweczeniem planowanego przedsięwzięcia.

Ponieważ przesłanka sporządzenia opinii przez zarząd ma bezpośredni związek z przesłanką materialną, jaką jest wyłączenie w interesie spółki, jak również z pozostałymi przesłankami materialnymi<sup>16</sup>, konieczne jest wskazanie owego interesu spółki uzasadniającego wyłączenie prawa poboru i zestawienie tego interesu z uszczerbkami, jakich doznają akcjonariusze na skutek pozbawienia ich prawa poboru. W szczególności wskazać należy na stopień wystąpienia efektu rozwodnienia.

Poza tym stanąć należy na stanowisku, że opinia zarządu ma rekomendować wyłączenie prawa poboru. Tylko wówczas wyłączenie takie jest bowiem dopuszczalne<sup>17</sup>. Dlatego też uprawnione jest używanie zamiennie terminów „opinia zarządu“ i „rekomendacja zarządu“ w kwestii wyłączenia prawa poboru.

## 2. Ustalenie i uzasadnienie ceny emisyjnej

Ustawa wspomina wyraźnie, że zarząd powinien podać do wiadomości proponowaną cenę emisyjną lub sposób jej ustalenia. Należy stanąć na stanowisku, iż ograniczenie się do podania jedynie sposobu ustalenia ceny emisyjnej może mieć miejsce tylko w uzasadnionych okolicznościach, tj. kiedy podanie ostatecznej ceny jest niemożliwe. Sytuacja taka będzie miała miejsce zwłaszcza wówczas, kiedy emisja dotyczyć ma spółki, której akcje notowane są na rynku regulowanym, co z uwagi na fluktuacje kursu powodowałoby niepewność co do powodzenia emisji po ustalonej z wyprzedzeniem, sztywnej cenie emisyjnej. Sposobem ustalenia ceny emisyjnej byłoby wówczas odniesienie do kursu giełdowego z danego dnia czy okresu.

Mimo iż brzmienie ustawy nie jest w tym miejscu jednoznaczne, przyjąć należy, że informacja w sprawie ceny emisyjnej powinna stać się integralną częścią opinii zarządu. Ustawa nie jest również jednoznaczna w odniesieniu do istnienia obowiązku uzasadnienia ceny emisyjnej. Istnienie takiego obowiązku nie powinno jednak budzić wątpliwości. Wynika to z funkcji, jaką pełni opinia zarządu. Trzeba bowiem pamiętać, że wysokość ceny emisyjnej ma kluczowe znaczenie dla wystąpienia efektu rozwodnienia majątkowego<sup>18</sup>. Ponadto w przypadku ustalenia tej ceny na zbyt niskim poziomie, osoby, które obejmą nowe akcje, uzyskają wpływ na spółkę, który będzie nieproporcjonalnie duży w stosunku do wniesionych przez nie wkładów. Również m.in. poprzez odniesienie właśnie do ceny emisyjnej

15 Odmienne M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8, który stwierdza, że treść opinii jest tylko jednym z wielu dowodów w sporze i w żadnym wypadku nie może być traktowana jako wystarczający powód uchylenia uchwały. Cytowany autor stwierdza ponadto, że w takim przypadku uzasadnione jest, aby w sporze o uchylenie uchwały spółka była reprezentowana przez specjalnego pełnomocnika (art. 426 § 1 k.s.h.), co jest co najmniej zaskakujące, jako że to właśnie od zarządu oczekiwać można najlepszego ustosunkowania się do treści zawartych w sporządzonej przezeń opinii. Na temat zaskarżenia uchwały o wyłączeniu prawa poboru z powodu braków w opinii zob. niżej, pkt V.

16 Na temat interesu spółki oraz innych, implikowanych przesłanek materialnych zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., pkt 10.3.2-10.3.4.

17 Inaczej M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8.

18 Szczegółowo na ten temat zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., pkt 5.4.

można dokonać oceny, czy wyłączenie prawa poboru spełnia kryterium proporcjonalności. Ponadto argumentacja taka daje się również uzasadnić komparatystycznie<sup>19</sup> oraz europejskoprawnie<sup>20</sup>. Ustawodawstwa wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej przewidują mianowicie obowiązek uzasadnienia ceny emisyjnej, co jest wynikiem transformacji odpowiednich postanowień Drugiej Dyrektywy. Zgodnie bowiem z art. 29 ust. 4 zd. 2 *in fine* Drugiej Dyrektywy zarząd ma obowiązek uzasadnić zaproponowaną cenę emisyjną akcji wydawanych z wyłączeniem prawa poboru. Polska nie jest jeszcze wprawdzie formalnie związana postanowieniami Dyrektywy, jednak ustawodawcy przyświecał zamiar stworzenia prawa odpowiadającego standardom europejskim<sup>21</sup>, co powinno być rozumiane jako istotna dyrektywa interpretacyjna<sup>22</sup>.

#### IV. Sposób przedstawienia opinii przez zarząd

Kodeks spółek handlowych nie określa, w jakim momencie opinia zarządu w przedmiocie wyłączenia prawa poboru powinna zostać przedłożona walnemu zgromadzeniu. Za zgodne z literalnym brzmieniem ustawy uznać należy przedstawienie tej opinii nawet bezpośrednio przed głosowaniem w sprawie wyłączenia, tj. w dniu walnego zgromadzenia. Zdecydowanie wskazane i uzasadnione celowościowo jest jednak udostępnienie tej opinii z odpowiednim wyprzedzeniem, tak aby zainteresowani akcjonariusze mogli bez większych trudności zapoznać się z jej treścią i mieć czas na wyrobienie sobie poglądu w przedmiotowej kwestii<sup>23</sup>. Uzasadnione jest analogiczne sięgnięcie w tej mierze do przepisów o zwoływaniu walnego zgromadzenia, tj. przyjęcie wyprzedzenia wynoszącego trzy tygodnie przed dniem przeprowadzenia głosowania w sprawie wyłączenia prawa poboru (art. 402 § 1 k.s.h.). Od strony technicznej odpowiednim sposobem wydaje się wywieszenie opinii w siedzibie spółki oraz przesłanie pocztą co najmniej jej istotnej treści na żądanie każdego zainteresowanego akcjonariusza, który wystąpił do spółki ze stosownym żądaniem<sup>24</sup>. Jednocześnie jeżeli spółka publiczna posiada stronę internetową, treść opinii powinna być ogłoszona na tej stronie<sup>25</sup>. Za wystarczające uznać należy również wykorzysta-

19 Zob. szerzej A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., rozdział 2.

20 Zob. szczegółowo A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., rozdział 3.

21 Zob. Ś. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych, *Studia Prawnicze*, 1999 nr 1-2, s. 149.

22 Por. też art. 68-69 Układu Stowarzyszeniowego pomiędzy Polską a Wspólnotami Europejskimi. Na temat wykładni pro-europejskiej zob. S. Sołtysiński [w:] Ś. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, wyd. 2, Warszawa 1998., uw. do art. 435, nb. 21.

23 Stanowisko takie jest dominujące w doktrynie niemieckiej; zob. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186 nb. 23; H. Hirte, *Bezugsrechtsausschluss...*, op.cit., s. 124; M. Lutter, *Kölner Kommentar*, uw. do § 186, nb. 57; M. Lutter, *Materielle und förmliche...*, op. cit, s. 409; W. Timm, *Der Bezugsrechtsausschluss beim genehmigten Kapital, Der Betrieb (DB)* 1982, s. 217; odmiennie H. Becker, *Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Absatz 4 Satz 2 des Aktiengesetzes in der Fassung der 2. EG-Richtlinie, Betriebsberater (BB)* 1981, s. 395; R. Marsch-Barner, *Zum Bericht des Vorstands nach § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG beim genehmigten Kapital – Urteilsanmerkung zu LG Frankfurt v. 21.1.1981, Die Aktiengesellschaft (AG)* 1981, s. 213.

24 Zob. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, uw. do § 186, nb. 23.

25 Por. ogólnie propozycja nr 1 grupy roboczej SLIM w kwestii nowelizacji Pierwszej Dyrektywy o ogłoszeniach.

nie w tym celu poczty elektronicznej. Mimo braku w tej mierze wyraźnego wymogu ustawowego nie ulega wątpliwości, że opinia zarządu powinna zostać sporządzona i przedłożona akcjonariuszom na piśmie<sup>26</sup>. Pisemnej opinii wymaga także art. 29 ust. 4 Drugiej Dyrektywy<sup>27</sup>. W kwestii sposobu udostępnienia akcjonariuszom rekomendacji zarządu wskazana byłaby interwencja ustawodawcy, polegająca na doprecyzowaniu czasu i sposobu ogłoszenia opinii.

## V. Sądowa kontrola i konsekwencje braków opinii

W literaturze wyrażono pogląd, zgodnie z którym opinia zarządu ma jedynie charakter pomocniczy, w związku z czym nie wpływa na skuteczność uchwały walnego zgromadzenia w przedmiocie wyłączenia prawa poboru<sup>28</sup>. Zgodnie z omawianym stanowiskiem uchybienie obowiązkowi przedłożenia opinii stanowi wprawdzie naruszenie ustawy, niemniej jednak brak jest podstaw do przyjęcia, że niewykonanie tego obowiązku uniemożliwia skuteczne podjęcie uchwały przez walne zgromadzenie<sup>29</sup>. Na poparcie tego stanowiska przywołano argument, iż wyłączenie prawa poboru stanowi wyłączną i suwerenną decyzję walnego zgromadzenia akcjonariuszy<sup>30</sup>. Zaprezentowany pogląd nie zasługuje na akceptację. Jak bowiem wspomniano powyżej (zob. pkt II.2) istotną funkcją opinii jest funkcja procesowa. Formalna przesłanka sporządzenia i przedstawienia opinii zarządu uzasadniającej wyłączenie prawa poboru jest ściśle związana z materialnymi przesłankami tego wyłączenia. Dzięki opinii zarządu przesłanki te stają się w ogóle dostępne sądowej kontroli. Funkcjonalny związek opinii z uchwałą sprawia, że kontrola legalności uchwały nie może być dokonywana w oderwaniu od samej opinii. Ustawa sytuje obowiązek sporządzenia opinii zarządu w katalogu formalnych przesłanek wyłączenia prawa poboru. Wynika z tego, że niedopełnienie tej przesłanki stanowi o sprzeczności z prawem<sup>31</sup>, przy czym sprzeczność ta nie dotyczy w tym przypadku treści uchwały, lecz trybu jej podjęcia. Normy o charakterze formalnoprawnym regulujące tryb podejmowania uchwał służą jednak również określonym, prawnie chronionym wartościom, dlatego też naruszenie tych norm stanowi o sprzeczności uchwały z prawem, względnie statutem, co daje podstawę do ich zaskarżenia. Dlatego też pogląd o pomocniczym jedynie charakterze opinii zarządu należy odrzucić pod zarzutem interpretacji *contra legem*.

Wątpliwości pojawiają się jednak w związku z ustaleniem prawnej podstawy kontroli sądowej. Ustawa przewiduje mianowicie dwa rodzaje skarg akcjonariuszy: powództwo o uchylenie (art. 422 k.s.h.) oraz powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walne-

26 Odmiennie M. Litwińska, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2002, uw. do art. 433, nb. 4 oraz M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8, którzy dopuszczają także ustne przedstawienie opinii zarządu.

27 Wprowadzenie wyraźnego zastrzeżenia formy pisemnej przewiduje art. 1 pkt 58 projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, zob. druk sejmowy nr 1666 z 5 czerwca 2003 r.

28 Tak M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8.

29 Tak M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8.

30 M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8.

31 Okoliczność tę przyznaje sam autor krytykowanego przeze mnie stanowiska – zob. M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8.

go zgromadzenia (art. 425 k.s.h.). Kryterium różnicującym jest podstawa prawna powództwa, a konsekwencją odmienne terminy zaskarżenia (art. 424 k.s.h. – powództwo o uchylenie, art. 425 § 2 i 3 k.s.h. – powództwo o stwierdzenie nieważności).

Zgodnie z brzmieniem art. 422 § 1 k.s.h. „uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały“. Oznacza to, iż ustawa przewiduje następujące podstawy dla powództwa o uchylenie uchwały:

- (a) sprzeczność uchwały ze statutem;
- (b) sprzeczność uchwały z dobrymi obyczajami i godzenie w interes spółki;
- (c) sprzeczność uchwały z dobrymi obyczajami i cel uchwały, którym jest pokrzywdzenie akcjonariusza<sup>32</sup>.

Z kolei podstawą do wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały jest sprzeczność uchwały z ustawą (art. 425 § 1 k.s.h.), przez co rozumieć należy naruszenie przepisów prawa powszechnie obowiązującego (art. 87 ust. 1, art. 88 ust. 1 i art. 92 Konstytucji RP)<sup>33</sup>.

Na tle przedstawionych rodzajów skarg i leżących u ich podstaw motywów zaskarżenia rodzi się pytanie o prawne zakwalifikowanie braku sporządzenia, niewłaściwego przedłożenia oraz przede wszystkim braków w treści opinii zarządu dotyczącej wyłączenia prawa poboru.

Punkt wyjścia stanowić musi konstatacja, iż obowiązek sporządzenia opinii wynika bezpośrednio z ustawy. Zaniechanie sporządzenia opinii podpada zatem pod hipotezę art. 425 k.s.h., stanowiąc podstawę stwierdzenia nieważności uchwały. Taki rezultat jest z pewnością niepożądany z punktu widzenia polityki prawa, ponieważ otwiera drogę do zaskarżania uchwał aż do upływu długich terminów prekluzyjnych określonych w art. 425 § 2 i 3 k.s.h.<sup>34</sup> Tego rodzaju uchybienie, jakim jest brak opinii, powinno *de lege ferenda* stanowić jedynie podstawę do uchylenia uchwały, nie zaś do stwierdzenia jej nieważności. Uwzględnienie tego postulatu powinno nastąpić w ramach szerszej rewizji kodeksowych podstaw zaskarżania uchwał<sup>35</sup>.

32. Odmienne P. Grzesiok, Zaskarżenie uchwał w kodeksie spółek handlowych na tle rozwiązań kodeksu handlowego (cz. I), *Pr. Sp.* 2002, nr 5, s. 8, który z brzmienia przepisu wyprowadza następujący katalog stanów uzasadniających zaskarżenie uchwały: (a) sprzeczność z umową spółki/statutem i godzenie w interesy spółki, (b) sprzeczność z dobrymi obyczajami i godzenie w interes spółki, (c) działanie wspólników w formie uchwały mające na celu pokrzywdzenie wspólnika. Autor ten krytykuje jednak dekodowany przez siebie z tekstu ustawy katalog podstaw zaskarżenia z uwagi na (przyjętą przez siebie) niemożliwość zaskarżenia uchwały jedynie w oparciu o sprzeczność ze statutem – zob. P. Grzesiok, *Zaskarżenie...* op.cit., s. 10.

33. Zob. J. Jacyszyn, S. Krześ, E. Marszałkowska-Krześ, *Kodeks spółek handlowych, komentarz, orzecznictwo*, Warszawa 2001, s. 520; W. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, cz. II, PPH 2002, nr 4, s. 23.

34. W spółkach niepublicznych prawo do wniesienia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały powinno zostać wytoczone przed upływem sześciu miesięcy od dnia, w którym uprawniony podmiot powziął wiadomość o uchwale, nie później jednak niż z upływem dwóch lat od dnia jej powzięcia (art. 425 § 2 k.s.h.). W spółkach publicznych natomiast powództwo takie powinno zostać wytoczone w terminie trzydziestu dni od dnia ogłoszenia uchwały, nie później jednak niż w terminie roku od dnia jej powzięcia (art. 425 § 3 k.s.h.).

35. Szerzej na temat krytyki obecnego stanu prawnego zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, op.cit., pkt 12.3.2.1.3.



Mniej oczywista jest sytuacja, kiedy opinia nie odpowiada wymaganiom dotyczącym rzetelności i szczegółowości<sup>36</sup>. Stopień szczegółowości określa się na podstawie celowości wykładni ustawy, tak więc niespełnienie tych standardów jest w gruncie rzeczy rodzajem naruszenia ustawy. Przyjęcie jednak, że nierzetelność lub niewystarczający stopień szczegółowości opinii stanowić może podstawę do powództwa o stwierdzenie jej nieważności prowadzić będzie do bardzo niepożądanych konsekwencji prawnych (bardzo długie terminy zaskarżenia – art. 425 § 2 i 3 k.s.h.). Dlatego też balansując na krawędzi wykładni *contra legem* przyznać należy priorytet względem polityki prawa oraz pewności obrotu i w konsekwencji uznać, że przedłożenie opinii pobieżnej czy nierzetelnej stanowić może jedynie podstawę do uchylecia uchwały, nie zaś do stwierdzenia jej nieważności. Podstawę stanowić powinno przyjęcie, że nierzetelność opinii godzi w interes akcjonariusza (naruszenie kolektywnego prawa do informacji) oraz jest sprzeczne z dobrymi obyczajami (naruszenie obowiązku lojalności).

Podobnie należy postąpić jeżeli opinia jest wprawdzie szczegółowa i rzetelna, jednakże podniesione w niej okoliczności nie przekonują o istnieniu przesłanek rzeczowych, uzasadniających wyłączenie prawa poboru. Przypadek ten będzie się dawał jednocześnie z reguły zakwalifikować jako uchwała mająca na celu pokrzywdzenie współnika.

Nie do zaakceptowania jest w związku z tym pogląd, według którego opinia zarządu w żadnym wypadku nie może być traktowana jako wystarczający powód uchylecia uchwały<sup>37</sup>. Przeciwnie – brak opinii lub niewłaściwa jej treść zawsze pociągać będą za sobą sukces powództwa, odpowiednio o stwierdzenie nieważności / uchylecie uchwały walnego zgromadzenia. Jak uczą doświadczenia niemieckie, na których w największym stopniu wzorował się ustawodawca kodeksu spółek handlowych<sup>38</sup>, nierzetelność czy powierzchowność opinii zarządu stanowi w praktyce najważniejszą przyczynę uchylecia uchwał walnego zgromadzenia w przedmiocie wyłączenia prawa poboru<sup>39</sup>.

## VI. Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonej analizy dają się podsumować w formie następujących głównych tez:

- \* Wymóg sporządzenia opinii zarządu zastąpił znany kodeksowi handlowemu obowiązek umotywowania uchwały w sprawie wyłączenia prawa poboru.
- \* Przedłożenie opinii stanowi przesłankę wyłączenia prawa poboru o charakterze formalnoprawnym, jednakże jej treść stanowi przyzmat, przez który dokonuje się materialnej kontroli legalności wyłączenia prawa poboru.
- \* Opinia pełni również funkcję informacyjną – jej celem jest umożliwienie akcjonariuszom świadomego podjęcia decyzji na walnym zgromadzeniu (kolektywne prawo do informacji).

36 Szczegółowo na ten temat zob. wyżej, pkt III.1.

37 Tak M. Romanowski, *Kapitał docelowy...*, op.cit., s. 8.

38 Zob. S. Sołtyśński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Uzasadnienie projektu...* op.cit., s. 158-159.

39 Zob. M. Schockenhoff, *Der rechtmäßige Bezugsrechtsausschluss*, *Die Aktiengesellschaft (AG)*, 1994, s. 46-47.

- \* Opinia zarządu musi przekonująco podawać powody uzasadniające wyłączenie prawa poboru, również na tle alternatywnych rozwiązań. Opinia musi cechować się spójnością, kompletnością i racjonalnością.
- \* Obowiązek przedstawienia opinii nie może naruszać tajemnic oraz informacji dotyczących przykładowo technologii czy strategii rozwoju spółki.
- \* Opinia powinna zostać sporządzona na piśmie i ogłoszona na trzy tygodnie przed planowanym walnym zgromadzeniem decydującym o wyłączeniu prawa poboru (art. 402 § 1 k.s.h. *per analogiam*).
- \* Obowiązek sporządzenia opinii ma charakter domniemania nielegalności pozbawienia akcjonariuszy prawa poboru, z czego wynika przesunięcie ciężaru udowodnienia przeciwności na zarząd spółki w drodze opinii zarządu.
- \* Opinia nie stanowi części treści samej uchwały walnego zgromadzenia w sprawie wyłączenia prawa poboru, jednakże funkcjonalny związek opinii z uchwałą sprawia, że kontrola legalności uchwały nie może być dokonywana w oderwaniu od samej opinii.
- \* Zaniechanie sporządzenia opinii uzasadnia stwierdzenie nieważności uchwały (art. 425 k.s.h.), natomiast braki w zakresie jej treści (powierzchnowość, nierzetelność) stanowić mogą jedynie podstawę do uchylenia uchwały (art. 422 k.s.h.). ■