

ARKADIUSZ RADWAN

OCHRONA AKCJONARIUSZY A OBOWIĄZKI
INFORMACYJNE ZARZĄDU W ZWIĄZKU
Z UCHWALENIEM I WYKORZYSTANIEM
KAPITAŁU DOCELOWEGO

A. WSTĘP

Istotą instytucji kapitału docelowego jest przeniesienie na organ zarządzający spółki (zarząd) kompetencji do podwyższania kapitału zakładowego¹, która to kompetencja w systemach kontynentalnego prawa spółek należy tradycyjnie do organu „właścicielskiego” (walnego zgromadzenia)². Delegacja ta, której dopuszczalne ramy wyznacza ustawa (art. 444–447 k.s.h.), następuje jednak z woli kwalifikowanej większości akcjonariuszy (3/4 — art. 445 § 1 k.s.h.)³ wyrażonej przez podjęcie uchwały na walnym zgromadzeniu⁴.

¹ Zob. R. Adamus, *Kapitał docelowy w spółce akcyjnej*, „Gazeta Sądowa” 2002, z. 3, s. 23; podobnie M. Romanowski, *Kapitał docelowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” (dalej: PPH) 2002, z. 8, s. 2; M. Romanowski, *Podwyższanie kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego*, PPH 2003, z. 2, s. 22 i 28. Ten ostatni autor wprawdzie trafnie wskazuje na niezależność występowania kompetencji zarządu i walnego zgromadzenia, jednakże właśnie z uwagi na istnienie owej niezależności odmawia zakwalifikowania upoważnienia jako delegacji, preferując pojęcie „rozszerzenie uprawnień zarządu”.

² W modelu anglosaskim kompetencja do emisji akcji należy zasadniczo do organu zarządzającego; zob. R. Adamus, [przyp. 1], s. 23–24.

³ Dodatkową przesłanką jest uzyskanie kworum w wysokości połowy kapitału zakładowego (art. 445 § 1 zd. 2 k.s.h.), a przy drugim walnym zgromadzeniu — 1/3 kapitału (art. 445 § 2 k.s.h.), chyba że spółka ma status spółki publicznej — wówczas przy drugim zwołaniu obowiązek kworum nie obowiązuje (art. 445 § 3 k.s.h.). Szczegółowo na ten temat oraz na temat innych przesłanek formalnych zob. M. Romanowski, *Podwyższanie...*, [przyp. 1], s. 23–24.

⁴ Wyjątek stanowi tutaj umocowanie w statucie pierwotnym, czyli *de facto* za zgodą

Ponieważ wprowadzenie instytucji kapitału docelowego pociąga za sobą możliwość znacznego rozszerzenia kompetencji zarządu, uzasadnione jest jednocześnie wzmocnienie transparencji w związku z uchwaleniem i wykorzystaniem kapitału docelowego. Prawo uwzględnia ten postulat przez nałożenie na zarząd szczególnych obowiązków informacyjnych, w związku z kapitałem docelowym. W tej materii dadzą się wyróżnić następujące działania⁵, poddane odmiennym reżimom prawnym:

- uchwalenie kapitału docelowego⁶;
- wyłączenie prawa poboru przez walne zgromadzenie połączone z uchwaleniem umocowania zarządu do podwyższania kapitału albo też dokonane w związku z kapitałem docelowym⁷;
- udzielenie przez walne zgromadzenie umocowania dla zarządu do wyłączenia przezeń prawa poboru⁸;
- wyłączenie prawa poboru przez umocowany do tego zarząd (skorzystanie z upoważnienia)⁹.

Delegacja na zarząd spółki prawa do podejmowania decyzji w przedmiocie podwyższenia kapitału zakładowego (art. 444 i n. k.s.h.), zwłaszcza kiedy obejmuje ona również kompetencję do wyłączenia prawa poboru akcjonariuszy (art. 447 § 1 zd. 2, art. 447 § 2 k.s.h.), oznacza potencjalnie istotne zagrożenie dla ochrony praw mniejszości, a w spółkach o rozproszonym akcjonariacie i „wymancypowanym”¹⁰ zarządzie — w ogóle dla wszystkich akcjonariuszy¹¹. Uchwała zarządu zastępuje bowiem akt korporacyjny, jakim jest uchwała walnego zgromadzenia (art. 446 § 1 zd. 1 k.s.h.), co nie tylko pozbawia akcjonariuszy kompetencji decyzyjnych, ale również stawia pod znakiem zapytania całe tradycyjne instrumentarium ochrony prawnej, która

wszystkich wspólników wyrażoną konkludentnie przez przystąpienie do spółki. Dopuszczalność zawarcia umocowania w pierwotnym brzmieniu statutu nie budzi wątpliwości; zob. R. A d a m u s, [przyp. 1], s. 25; M. R o m a n o w s k i, *Kapitał docelowy*, [przyp. 1], s. 2–3; por. też § 202 ust. 1 i 2 niemieckiego Aktiengesetz (dalej: AktG); zob. U. H ü f f e r, *Aktiengesetz*, München 2002, uw. do § 202, nb. 7.

⁵ Działania te mogą występować niezależnie od siebie, mogą jednak stanowić etapy składające się łącznie na proces emisyjny.

⁶ Zob. niżej punkt D.

⁷ Zob. niżej punkt E.

⁸ Zob. niżej punkt F.

⁹ Zob. niżej punkt G.

¹⁰ Takim określeniem posłużył się M. Spyra, *Ochrona akcjonariuszy na publicznym rynku papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” (dalej: PiP) 2000, z. 2, s. 58 oraz W. P o p i o ł e k, w: J. A. S t r z ę p k a, W. P o p i o ł e k, A. W i t o s z, E. Z i e l i Ń s k a, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz z orzecznictwem*, Warszawa 2001, art. 444, uw. nr 2.

realizowana jest w drodze skarg wspólników (powództwo o uchylenie uchwały — art. 422 k.s.h., powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały — art. 425 k.s.h.). Ten ostatni problem — problem ochrony prawnej akcjonariuszy w przypadku uchwalenia i wykorzystania kapitału docelowego — ściśle wiąże się z zagadnieniem istnienia i treści obowiązków informacyjnych zarządu związanych z kapitałem docelowym. Obowiązki te muszą bowiem być postrzegane jako jeden z elementów systemu ochrony akcjonariuszy.

Zanim jednak rozstrzygnięta zostanie kwestia istnienia i zakresu obowiązków informacyjnych zarządu w każdej z zaprezentowanych powyżej konstelacji, wskazane jest poświęcenie kilku uwag charakterowi prawnemu szczególnych obowiązków informacyjnych zarządu.

B. POTRZEBA I MODELE NORMATYWNEJ OCHRONY MNIejszości PRZY KAPITALE DOCELOWYM

I. KONTEKST PRAWNO-EKONOMICZNY

1. Powszechność kapitału docelowego

Poszukując właściwego modelu ochrony mniejszości przy podwyższaniu kapitału przez zarząd, należy mieć na uwadze kilka okoliczności składających się na ekonomiczny, historyczny oraz instytucjonalny kontekst, w którym usytuowana jest omawiana problematyka.

Zgodnie z regulacją przyjętą przez ustawodawcę kodeksu spółek handlowych, kapitał docelowy stanowi *lex specialis* wobec regulacji zwykłego trybu podwyższania kapitału i ma wobec tego ostatniego charakter wyjątkowy¹². Takie założenie legislacyjne nie znajduje jednak potwierdzenia w praktyce. Badania empiryczne przeprowadzone w Niemczech dowodzą, że ustalona *de iure* relacja reguła–wyjątek odpowiednio dla zwykłego podwyższenia oraz dla kapitału docelowego zostaje *de facto* odwrócona: to kapitał docelowy staje się „normą”, zwłaszcza w przypadku dużych spółek publicznych¹³.

¹¹ Zob. A. Radwan, *Szantaż korporacyjny i sposoby jego ograniczania de lege lata i de lege ferenda*, PPH 2003, z. 11, s. 27.

¹² Zob. A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 328.

¹³ Zob. G. Roth, *Bedeutung und Nutzung von Sonderformen der Eigenkapitalbeschaffung bei börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland*, „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft” 2001, s. 50 i n.; W. Bayer, *Materielle Schranken und Kontrollinstrumente beim Einsatz des genehmigten Kapitals mit Bezugsrechtsausschluss*, „Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht” (dalej: ZHR) 2004, s. 136–138; na temat wykorzystania

W Polsce brak jest niestety tego rodzaju statystycznych opracowań, jednakże i u nas korzystanie z instytucji kapitału docelowego przez spółki akcyjne, zwłaszcza publiczne, jest powszechne. Wszystko to unaocznia praktyczną wagę problemu. Tymczasem dyskusja na temat ochrony mniejszości skupiała się dotychczas głównie na zwyczajnym trybie podwyższania kapitału przez walne zgromadzenie. Również tylko ten przypadek został uwzględniony przez ustawodawcę, który wyposażył wspólników w prawo zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia (powództwo o uchylenie uchwały — art. 422 k.s.h., powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały — art. 425 k.s.h.). Twórcy kodeksu spółek handlowych lekką ręką odebrali mniejszości ten instrument ochrony w przypadku kapitału docelowego, nie zastanawiając się nad praktycznymi konsekwencjami takiego kroku¹⁴. Tymczasem w zestawieniu z powszechnością instytucji kapitału docelowego konsekwencje te są ogromne.

2. Struktura akcjonariatu

Konflikt interesów związany z podwyższaniem kapitału zakładowego rozgrywa się przede wszystkim na linii większość–mniejszość, niekiedy również na linii zarząd–akcjonariusze. Niebezpieczeństwo dla akcjonariuszy (mniejszościowych) polega na zmianach w zakresie majątkowym (rozwodnienie majątkowe)¹⁵ oraz w zakresie wpływu na spółkę (rozwodnienie udziałowe)¹⁶. Niebezpieczeństwo dla drobnych akcjonariuszy jest szczególnie duże w sytuacji, kiedy spółka zdominowana jest przez akcjonariusza większościowego lub grupę takich akcjonariuszy działających w porozumieniu. W takiej sytuacji większość może być bowiem skłonna do wykorzystania podwyższenia kapitału celem przysporzenia sobie korzyści kosztem mniejszości, poprzez dokonanie emisji akcji na swoją rzecz, zwłaszcza po nieadekwatnie niskiej cenie emisyjnej. Tu znowu należy spojrzeć na sytuację polskich spółek od strony empirycznej. Otóż w naszym kraju, podobnie jak w większości państw

upoważnienia przez zarząd, tj. faktycznego podwyższenia kapitału zob. obszerne studium empiryczne M. M a i e r, *Der Einsatz des genehmigten Kapitals — Eine rechtliche Analyse der Praxis deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften*, Diss. Jena 2003.

¹⁴ Zob. S. S o ł t y s i ń s k i, A. S z a j k o w s k i, A. S z u m a ń s k i, *Uzasadnienie projektu ustawy — prawo spółek handlowych*, „Studia Prawnicze” (dalej: SP) 1999, z. 1–2, s. 179.

¹⁵ Zob. szczegółowo A. R a d w a n, [przyp. 12], s. 169 i n.

¹⁶ Szerzej na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], s. 158 i n.; zob. też J. N a p i e r a ł a, w: *Prawo handlowe*, red. A. Koch, J. Napierała, Zakamycze 2002, s. 424.

Europy kontynentalnej zaobserwować można znaczny stopień koncentracji własności w spółkach akcyjnych¹⁷. Stąd też przedstawiony konflikt interesów większość–mniejszość jest niemal wpisany w zagadnienie podwyższenia kapitału, inaczej niż ma to miejsce na przykład w Stanach Zjednoczonych, gdzie struktura akcjonariatu jest zupełnie odmienna (własność akcji jest silnie rozproszona). W systemie skoncentrowanej własności akcji z silną pozycją akcjonariusza większościowego, zarząd spółki akcyjnej jest *de facto* (mimo art. 375¹ k.s.h.) w dużej mierze zależny od tego akcjonariusza. Stąd też instytucja kapitału docelowego — poprzez jej wykorzystanie w celu opresji mniejszości — może łatwo okazać się „białymi rękawiczkami”.

II. STRATEGIE REGULACYJNE

Poszukiwanie słusznego modelu ochrony mniejszości musi być dokonywane na tle zarysowanej koniunktury faktów (powszechność kapitału docelowego + skoncentrowany akcjonariat) wyłaniającej się z analizy empirycznej. Teoretycznie istnieje kilka modeli ochrony mniejszości.

Autorzy *The Anatomy of Corporate Law*¹⁸, fundamentalnego dla bieżącej dekady dzieła z zakresu komparatywnego prawa spółek¹⁹, wyróżniają w odniesieniu do konfliktogennych transakcji z udziałem akcjonariuszy większościowych (*self-dealing*) następujące rodzaje strategii: strategia uczestnictwa (*affiliations strategy*), strategia powiernicza (*trusteeship strategy*), strategia decyzyjna (*decision rights strategy*), strategia dobrych praktyk (*standards strategy*) oraz strategia normatywna (*rules strategy*)²⁰.

Najdalej idącą jest strategia normatywna (*rules strategy*)²¹, polegająca na zakazaniu, ograniczeniu bądź innej reglamentacji *ex ante* pewnych kon-

¹⁷ M. Dzierżanowski, P. Tamowicz, *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Gdańsk 2002, dokument dostępny w Internecie na stronie www.pfcg.org.pl.

¹⁸ R. R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock, *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, Oxford 2004.

¹⁹ Zob. recenzję D. A. Skeel, *Corporate Anatomy Lessons*, „Yale Law Journal” 2004, s. 1519 i n.

²⁰ G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 101 i n.; na temat uniwersalnej systematyki strategii regulacyjnych zob. H. Hansmann, R. R. Kraakman, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 23 i n.

²¹ Ogólnie na ten temat zob. H. Hansmann, R. R. Kraakman, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 23–24; szczegółowo w odniesieniu do konfliktogennych transakcji zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 111–114.

fliktogennych operacji, tj. transakcji, z którymi wiąże się ryzyko działań oportunistycznych. Strategia taka jest wprawdzie bardzo skuteczna z punktu widzenia osiągnięcia celu w postaci wyeliminowania nadużyć związanych z *self-dealing*, jednakże w wielu przypadkach może oznaczać „wylanie dziecka z kąpielą”. Wynika to z okoliczności, że wiele spośród transakcji *self-dealing* jest korzystnych dla uczestników, a przez to korzystnych z punktu widzenia całej gospodarki²², stąd też całkowite koszty wprowadzenia zakazu przewyższałyby korzyści wynikające z uniknięcia niektórych spośród możliwych przypadków nieefektywnych transakcji. W związku z kapitałem docelowym strategia normatywna mogłaby być zrealizowana przez różnego rodzaju ograniczenia wykorzystania kapitału zakładowego: czasowe (por. art. 444 § 1 k.s.h.), ilościowe (por. art. 444 § 3 k.s.h.), zakresowe (zob. art. 444 § 4 k.s.h.) oraz inne formalne (zwłaszcza sformułowanie przesłanek wyłączenia, takich jak będące przedmiotem niniejszego opracowania szczególne obowiązki informacyjne zarządu).

Strategia standardów uczciwości (*standards strategy*)²³ polega na dokonywaniu kontroli uczciwości transakcji przy pomocy testów, uczciwości transakcji (*fairness*), lojalności (*fiduciary duties, Treuepflicht*) czy nadużycia majątku spółki (*abus de biens sociaux*). Kontrola ta dokonywana jest *ex post*. W przypadku kapitału docelowego oznacza to zbadanie, czy emisja akcji nie uderza w interesy akcjonariuszy, zwłaszcza poprzez doprowadzenie do rozwodnienia. Strategia standardów uczciwości pełni zasadniczą rolę dla ochrony akcjonariuszy w prawie amerykańskim²⁴. Zastosowanie tej strategii w prawie polskim, podobnie zresztą jak w prawie niemieckim, natrafia jednak na pewne trudności: w systemach tych rzadkie są bowiem przypadki rzeczywistego pociągnięcia zarządu do odpowiedzialności wobec spółki czy wspólników.

Istotą strategii uczestnictwa (*affiliations strategy*)²⁵ jest umożliwienie wspólnikom wejścia i wyjścia ze spółki. Aby wspólnicy mogli podjąć decyzje o wejściu/wyjściu, muszą posiadać wystarczający zasób informacji,

²² Zob. Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, „California Law Review” 2003, z. 2, s. 401.

²³ Ogólnie na ten temat zob. H. Hansmann, R. R. Kraakman, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 23–24; szczegółowo w odniesieniu do konfliktogennych transakcji zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 114–118, 123–128.

²⁴ Zob. A. Radwan, [przyp. 12], s. 84 i n.

²⁵ Ogólnie na ten temat zob. H. Hansmann, R. R. Kraakman, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 24–25; szczegółowo w odniesieniu do konfliktogennych transakcji zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 103–105, 119–121.

na podstawie których mogą podjąć stosowne decyzje. Z uwagi na istniejącą asymetrię informacyjną pomiędzy drobnymi akcjonariuszami a akcjonariuszem większościowym i zarządem, prawo może nakładać na spółkę oraz wspólników określone obowiązki informacyjne celem zredukowania owej asymetrii. Jednocześnie zwiększona transparentcja pozwala na oddanie pola mechanizmom rynkowym, zgodnie z założeniem, że akcjonariusze sami będą mogli wycenić ryzyko uczestnictwa w spółce, premiując w ten sposób dobre praktyki korporacyjne. W związku z prawami akcjonariuszy przy podwyższeniu kapitału strategia ta zakłada, że stopień ochrony akcjonariuszy (generalne przyznanie im prawa poboru lub też brak takiego prawa) znajdzie swoje odzwierciedlenie w cenie akcji.

Strategia powiernicza (*trusteeship strategy*)²⁶ zakłada uzyskanie akceptacji dla transakcji ze strony neutralnych osób, tj. takich, które nie są zainteresowane osobiście w transakcji. W przypadku podwyższania kapitału może tu chodzić zwłaszcza o zgodę rady nadzorczej (por. art. 447 § 2 k.s.h., art. 2441 ust. 6 włoskiego Codice Civile).

Pewne podobieństwo do strategii powierniczej wykazuje strategia decyzyjna (*decision rights strategy*)²⁷, która polega na uzależnieniu dopuszczalności transakcji od zgody akcjonariuszy²⁸, co w tradycji Europy kontynentalnej jest powszechne dla zmian kapitałowych. Omawiana tu instytucja kapitału zakładowego stanowi jednak właśnie — w praktyce bardzo istotny — wyjątek od tej zasady. Samo jednak uchwalenie kapitału zakładowego jest uzależnione od zgody akcjonariuszy. Najdalej idąca wersja strategii decyzyjnej zakłada konieczność uzyskania zgody akcjonariuszy nieuczestniczących w operacji. Jest to więc specyficzna „zasada większości mniejszości” (*majority of the minority*), gdyż w związku z wyłączeniem od głosowania akcjonariusza większościowego sprowadza się do konieczności uzyskania większości wśród akcjonariuszy mniejszościowych²⁹. Zasadę „większości mniejszości” poprzez nieuwzględnienie głosów zainteresowanej

²⁶ Ogólnie na ten temat zob. H. Hansmann, R. R. Kraakman, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 26–27; szczegółowo w odniesieniu do konfliktogennych transakcji zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 105–109, 121–123.

²⁷ Ogólnie na temat tej strategii zob. H. Hansmann, R. R. Kraakman, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 26; szczegółowo w odniesieniu do konfliktogennych transakcji zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 109–111, 121–123.

²⁸ W związku z podobieństwem strategii te są często stosowane alternatywnie, zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 109.

²⁹ Zob. Z. Goshen, [przyp. 22], s. 402.

większości przyjęto dla wyłączenia prawa poboru w niektórych systemach europejskich, np. francuskim, hiszpańskim i portugalskim³⁰.

III. WPŁYW UWARUNKOWAŃ HISTORYCZNOPRAWNYCH I INFRASTRUKTURALNYCH

Dokonując wyboru odpowiedniej strategii normatywnej dla ochrony akcjonariuszy przy kapitale docelowym należy wziąć pod uwagę istniejące w Polsce uwarunkowania historycznoustrojowe oraz istniejącą infrastrukturę, w tym zwłaszcza funkcjonowanie sądów i kulturę orzecznictwa. Owe uwarunkowania, określane „zależnością od ścieżki” (ang. *path dependence*), nie mogą być ignorowane w całościowej ocenie przydatności określonych rozwiązań prawnych. Dokonując zatem wyboru rozłożenia akcentu pomiędzy dwoma podstawowymi strategiami regulacyjnymi: strategią standardów uczciwości oraz strategią normatywną, należy mieć na względzie praktyczne implikacje danego wyboru.

Strategia standardów uczciwości zapewnia wprawdzie większą elastyczność, gwarantuje jednak mniejszą pewność co do prawa. Z kompetencyjnego punktu widzenia, strategia ta oznacza częściowe powierzenie sądom roli prawotwórczej, ponieważ dookreślenie standardów następuje w drodze orzecznictwa sądowego. Strategia ta wymaga istotnego zaangażowania oraz wysokich kwalifikacji ze strony sądów³¹, tworząc jednocześnie przyjazny klimat do wnoszenia powództw, co wynika z „pojemności” i nieostrości klauzul generalnych, na których opierają się standardy uczciwości.

Inaczej przedstawia się sytuacja w przypadku strategii normatywnej. Tutaj bowiem mamy do czynienia z klauzulami szczegółowymi, co ułatwia sądom ich stosowanie, poprzez dokonanie subsumcji stanu faktycznego pod określoną klauzulę szczegółową³². Kontrola skupia się na przestrzeganiu przez adresatów zasad sformułowanych *ex ante* w sposób konkretny. W sytuacji modelowej, tj. przy założeniu szczelności i precyzyjności systemu, przyjęcie strategii normatywnej czyni sądy jedynie wykonawcami (egzekutorami) za-

³⁰ Zob. F. B a g e l, *Der Ausschluß des Bezugsrechts in Europa*, Köln–Berlin–Bonn–München 1999, s. 39–40; J. E. A n t u n e s, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, „Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht” (dalej: ZGR) 1995, s. 57.

³¹ Zob. H. H a n s m a n n, R. R. K r a a k m a n, w: R. R. K r a a k m a n i in., [przyp. 18], s. 24.

³² Zob. H. H a n s m a n n, R. R. K r a a k m a n, w: R. R. K r a a k m a n i in., [przyp. 18], s. 24.

mysłu ustawodawcy, ponieważ zostawia judykaturze stosunkowo niewielki margines interpretacyjny, kładąc nacisk na prostą subsumcję; stosowanie prawa odbywa się w sposób „mechaniczny”³³. W ten sposób przynajmniej teoretycznie strategia ta odciąża sądy, do czego dodatkowo przyczynia się okoliczność, iż strategia normatywna nie sprzyja nadmiernemu wnoszeniu powództw.

Na tym tle należy zwrócić uwagę na istnienie dwóch odmiennych tradycji prawnych: tradycji Europy kontynentalnej oraz tradycji *common law*. Z uwagi przede wszystkim na różnice w źródłach prawa w każdym z wymienionych systemów odmiennie przedstawia się rola sądów: generalizując sądy są tradycyjnie aktywne prawotwórczo w tradycji *common law*, natomiast raczej zachowawcze w tradycji Europy kontynentalnej. Ten historyczny podział jakkolwiek nie bez znaczenia, nie może jednak być przeceniany na gruncie prawa spółek. Wynika to z okoliczności, iż sądy gospodarcze rozwiniętych państw Europy kontynentalnej od lat były konfrontowane z koniecznością kreatywnej wykładni prawa, gdyż w tak złożonej i dynamicznej materii, jaką jest prawo spółek, ustawodawca nie zawsze nadążał za potrzebami obrotu. W ten właśnie sposób przez orzecznictwo zostały wykształcone liczne zasady i instytucje prawa spółek³⁴.

Polskie prawo należy oczywiście do kontynentalnej tradycji prawnej. Jednakże polska praktyka orzecznicza — podobnie jak judykatura innych państw postsocjalistycznych — wykazuje znacznie mniej elastyczności i kreatywności w stosowaniu prawa, co jest uzasadnione krótszym doświadczeniem funkcjonowania gospodarki rynkowej w krajach naszego regionu. Jest to argument przemawiający za wyborem strategii normatywnej. Dodatkowo mankamentem naszego (i nie tylko naszego) systemu sądowego jest przewlekłość postępowań, co również powinno skłaniać do wyboru modelu odciążającego sądy.

³³ Zob. G. Hertig, H. Kanda, w: R. R. Kraakman i in., [przyp. 18], s. 83.

³⁴ Np. we Francji zasady odpowiedzialności w grupie spółek ustalone przez Cour de Cassation w sprawie Rozenblum (orzeczenie z 4 II 1985 r.); w Niemczech wykształcone niemal całkowicie w orzecznictwie zasady odpowiedzialności w spółce w organizacji (*Haftungsverfassung der Vorgesellschaft*), z czasem skodyfikowane zasady kwalifikacji pożyczek i innych rodzajów kredytowania ze strony wspólników jako ich wkładów do spółki (*Kapitalersatz*), odpowiedzialność jedynego wspólnika wobec wierzycieli z powodu wyprowadzenia majątku ze spółki zależnej, które doprowadziło do upadłości, przy której masa nie wystarcza na zaspokojenie roszczeń wierzycieli (*Haftung für existenzvernichtende Eingriffe*), czy też w końcu materialne przesłanki przy wyłączeniu prawa poboru (*Bezugsrechtsausschluss*).

C. CHARAKTER PRAWNY SZCZEGÓLNYCH OBOWIĄZKÓW INFORMACYJNYCH ZARZĄDU

I. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE ZARZĄDU A PRAWO AKCJONARIUSZA DO INFORMACJI (ART. 428 K.S.H.)

Artykuł 428 § 1 k.s.h. przyznaje każdemu akcjonariuszowi prawo do informacji dotyczących spółki³⁵. Prawo to ma z jednej strony charakter indywidualny, ponieważ przysługuje samodzielnie każdemu akcjonariuszowi, który formułując pytanie samodzielnie decyduje o konkretyzacji tego prawa³⁶, z drugiej zaś ma charakter generalny, gdyż dotyczy może wszelkich kwestii związanych z porządkiem obrad walnego zgromadzenia. Skorzystanie z prawa do informacji wymaga aktywności ze strony akcjonariusza, który musi uczestniczyć w walnym zgromadzeniu, wystąpić z pytaniem, a w razie odmowy jego udzielenia, złożyć sprzeciw do protokołu oraz wystąpić do sądu rejestrowego z wnioskiem o zobowiązanie zarządu do udzielenia informacji (art. 429 § 1 k.s.h.). Korelatem indywidualnego prawa do informacji jest obowiązek zarządu do udzielenia żądanych informacji w granicach art. 428 § 2 k.s.h.

Oprócz wymienionego obowiązku udzielenia odpowiedzi i wyjaśnień na pytania akcjonariuszy (w związku z wykonywaniem przez nich indywidualnego prawa do informacji) prawo przewiduje w określonych sytuacjach szczególne obowiązki informacyjne. Korelatem tych obowiązków jest prawo akcjonariuszy do informacji, mające w tym przypadku z jednej strony charakter kolektywny³⁷ w tym sensie, że jego beneficjentem jest w takim samym zakresie ogół akcjonariuszy, z drugiej zaś szczyt, ponieważ dotyczy ono tylko tych przypadków, w których prawo nakłada na organy spółki szczególne obowiązki informacyjne³⁸. Aktualizacja obowiązku

³⁵ Zob. przykładowo A. Chłopecki, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, z. 9, s. 5; A. Szumański, w: W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Bydgoszcz–Kraków 2002, s. 671 i n.

³⁶ Prawo to przysługuje *in abstracto* każdemu akcjonariuszowi, *in concreto* jednak tylko temu, który uczestniczy w danym walnym zgromadzeniu; uczestnictwo stanowi zatem warunek realizacji prawa do informacji.

³⁷ Pojęcie „kolektywny” jest tu rozumiane w odmiennym znaczeniu aniżeli używa się go w literaturze w odniesieniu do praw mniejszości, których wykonywanie uzależnione jest od posiadania (ewentualnie łącznie) określonego udziału w kapitale zakładowym.

³⁸ Dookreślenie zakresu i treści szczególnych obowiązków informacyjnych musi nastąpić przede wszystkim w drodze wykładni funkcjonalnej z uwzględnieniem istnienia obowiązku lojalności zarządu wobec akcjonariuszy (*Treuepflicht, fiduciary duty*).

zarządu nie wymaga tutaj aktywności ze strony akcjonariuszy, lecz zależy od zaistnienia określonych ustawowo okoliczności. Do okoliczności tych należą zwłaszcza przypadki istotnych dla spółki i jej akcjonariuszy decyzji, takich jak połączenie i podział spółki czy też wyłączenie prawa poboru albo umocowanie zarządu do wyłączenia prawa poboru w ramach kapitału docelowego³⁹. Wprawdzie w dwóch pierwszych przypadkach ustawodawca posłużył się terminem „sprawozdanie” (art. 501 i art. 536 § 1 k.s.h.), podczas gdy w pozostałych mowa jest o „opinii” (art. 433 § 2 zd. 4 oraz art. 433 § 2 zd. 4 w zw. z art. 447 § 2 k.s.h.), jednak uznać należy, że wszystkie te sytuacje podpadają pod zbiorczą kategorię szczególnych obowiązków informacyjnych zarządu.

Istnienie po stronie zarządu szczególnego obowiązku informacyjnego nie wyłącza indywidualnego prawa akcjonariusza do uzyskania informacji (art. 428 k.s.h.). Sprawozdanie zarządu może właśnie stanowić punkt wyjścia do stawiania dalszych pytań przez akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu.

Obowiązek przedłożenia opinii pełni różne cele w zależności od danego działania (operacji), z którym się wiąże. Dlatego też zagadnienie to będzie omówione przy okazji analizy poszczególnych przypadków, z którymi wiązać się mogą szczególne obowiązki informacyjne zarządu w ramach kapitału docelowego.

II. OPINIA ZARZĄDU (OBOWIĄZKI INFORMACYJNE) A MATERIALNA KONTROLA UCHWAŁ WALNEGO ZGROMADZENIA

Sporządzenie przez zarząd opinii jest jednym z elementów w pewnej sekwencji działań, nakierowanych na osiągnięcie określonego zamierzenia (połączenia, podziału, wyłączenia prawa poboru). Ponieważ jest to element obligatoryjny, dlatego też można powiedzieć, że stanowi on przesłankę dokonania danej czynności. Przesłanka ta ma charakter formalny, ponieważ odnosi się do kwestii proceduralnych. W odróżnieniu od przesłanek formalnych, przesłanki materialne odnoszą się do treści planowanej czynności, stanowiąc jej rzeczowe uzasadnienie (usprawiedliwienie). Ustawodawca w nielicznych jedynie przypadkach posunął się do sformułowania wprost przesłanek materialnych. Przykładem jest tutaj regulacja wyłączenia prawa poboru, które może nastąpić jedynie w interesie spółki (art. 433 § 2

³⁹ Oprócz obowiązku przedłożenia opinii zarządu prawo przewiduje w określonych przypadkach (czasami kumulatywnie) sporządzenie opinii przez niezależnych specjalistów, tj. biegłych rewidentów; por. przykładowo art. 503 k.s.h. (połączenie), art. 538 k.s.h. (podział), art. L225-135 *in fine* francuskiego Code de commerce (wyłączenie prawa poboru).

zd. 1 k.s.h.)⁴⁰. W katalogu rozmaitych możliwych przesłanek formalnych, przesłanka sporządzenia opinii pełni rolę szczególną, ponieważ ściśle łączy się z istnieniem przesłanek materialnoprawnych. Treść opinii stanowi bowiem pryzmat, przez który dokonuje się materialnej oceny legalności danego zamierzenia⁴¹. Istnienie przesłanki formalnej w postaci obowiązku przedstawienia opinii (sprawozdania) nie musi jednak implikować konieczności przeprowadzania materialnej kontroli danej operacji. Opinia pełni bowiem może dwie różne funkcje: i n f o r m a c y j n ą oraz p r o c e s o w ą. Ta pierwsza polega na dostarczeniu informacji niezbędnych do świadomego podjęcia decyzji w sprawie objętej opinią, tj. określonego głosowania na walnym zgromadzeniu przez akcjonariuszy. Ta druga umożliwiać ma ewentualną materialną kontrolę operacji przez sąd gospodarczy. Ustalenie, czy obowiązek przedłożenia opinii łączy się z kontrolą materialną, musi nastąpić dla każdego stypizowanego przypadku, tj. określonego rodzaju operacji. Ustawowe wprowadzenie (pozytywnej) przesłanki materialnoprawnej nie jest jedynym możliwym rodzajem kontroli treści danej czynności. Kontrola taka realizuje się również przez badanie ewentualnego wystąpienia zjawiska nadużycia prawa⁴². Nadużycie prawa w odróżnieniu od wymogu rzeczowego usprawiedliwienia czynności (tj. przesłanki materialnej) ma jednak charakter przesłanki negatywnej. Rozróżnienie to powinno pociągać za sobą określone konsekwencje procesowe związane z rozkładem ciężaru dowodu, tj. przesunięcie ciężaru dowodu na spółkę w przypadkach, kiedy prawo materialne wymaga spełnienia pozytywnej przesłanki o charakterze rzeczowym⁴³.

III. OPINIA ZARZĄDU A OBOWIĄZEK UMOTYWOWANIA UCHWAŁY

W niektórych przypadkach ustawa nakazuje umotywowanie uchwały walnego zgromadzenia (zob. przykładowo art. 359 § 4 k.s.h. — uchwała o zmianie statutu w sprawie umorzenia akcji; art. 445 § 1 *in fine* k.s.h. — uchwalenie kapitału docelowego; art. 435 § 2 k.h. — wyłączenie prawa

⁴⁰ Szczegółowo na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 10.3.2., zob. też P. Grzejszczak, *Prawo poboru akcji*, Warszawa 1998, s. 156 i n.

⁴¹ Zob. A. R a d w a n, *Funkcje i treść obowiązku zarządu do przedstawienia opinii w związku z planowanym wyłączeniem prawa poboru akcji (art. 433 § 2 zd. 4 k.s.h.)*, „Radca Prawny” 2003, z. 6, s. 70.

⁴² Na temat tego rozróżnienia zob. H. Hirte, *Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung*, Köln 1986.

⁴³ Zob. szerzej A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 12.3.8.5.1.; A. R a d w a n, [przyp. 41], s. 70–71.

poboru). Istnienie obowiązku umotywowania uchwały ściśle wiąże się z problematyką merytorycznej kontroli uchwały. Pozwala to na stwierdzenie, że obowiązek umotywowania uchwały pełni istotną funkcję procesową. W mniejszym zakresie można natomiast mówić o pełnieniu przezeń funkcji informacyjnej. Wynika to z braku czasowego wyprzedzenia, jaki w stosunku do momentu podejmowania uchwały występuje w przypadku obowiązku przedstawienia opinii czy sprawozdania przez zarząd.

W przypadku obowiązku umotywowania uchwały, zwerbalizowane motywy jej podjęcia stają się integralną częścią uchwały (związek „organiczny”). Inaczej sprawy się mają w przypadku obowiązku przedstawienia opinii, która nie zostaje inkorporowana do treści (tekstu) uchwały. Mimo braku tego rodzaju integralności należy mieć na uwadze, iż opinia pełni istotną funkcję instrumentalną (związek funkcjonalny), stanowiąc przy tym formalną przesłankę podjęcia uchwały. Wszystko to sprawia, że uchwała nie może być rozpatrywana w oderwaniu od opinii zarządu.

IV. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE ZARZĄDU A OBOWIĄZKI PUBLIKACYJNE WYNIKAJĄCE Z PRAWA O PUBLICZNYM OBRODZIE PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI

Jeżeli dana spółka jest spółką publiczną, wówczas podlega ona rygorom przewidzianym w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁴⁴ (dalej: p.p.o.p.w.). W zakresie obowiązków informacyjnych miarodajne są przepisy art. 81 i n. p.p.o.p.w. Na podstawie tych przepisów emitent jest obowiązany do równoczesnego przekazywania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (dalej: KPWiG) oraz spółce prowadzącej giełdę (lub rynek pozagiełdowy), na których są notowane papiery wartościowe emitenta — a po upływie 20 minut od chwili przekazania informacji tym podmiotom także przekazania jej do publicznej wiadomości — (między innymi) informacji o wszelkich zdarzeniach, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego (upublicznianie *ad hoc*)⁴⁵. Dodatkowo emitent zobowiązany jest do upubliczniania informacji bieżących i okresowych⁴⁶ (art. 81 ust. 1 p.p.o.p.w.). W przypadku gdy informacje powodujące

⁴⁴ Ustawa z 21 VIII 1997 r., j.t. Dz.U. z 2002 r. z. 49, poz. 447.

⁴⁵ Informacje te powinny zostać podane do wiadomości niezwłocznie po zajściu zdarzenia lub powzięciu o nim wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin (art. 81 ust. 2 p.p.o.p.w.).

⁴⁶ Rodzaj, formę i zakres informacji bieżących i okresowych, o których mowa w art. 81

zmianę treści prospektu emisyjnego mogą w znaczący sposób wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego, emitent lub wprowadzający ma obowiązek opublikowania ich w — co najmniej — jednym z dzienników, w których publikowany był skrót prospektu, w terminie siedmiu dni od dnia powzięcia informacji (art. 81 ust. 3 p.p.o.p.w.).

Przed wykonaniem wspomnianych obowiązków informacyjnych emitent może przekazywać informacje objęte obowiązkiem upublicznienia jedynie: 1) osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, jak również tym, z którymi prowadzi negocjacje, oraz 2) osobom lub podmiotom upoważnionym do tego na podstawie właściwych przepisów (art. 83 ust. 1 p.p.o.p.w.). Podmioty, które uzyskały informacje, obowiązane są do zachowania ich poufności (art. 83 ust. 2 p.p.o.p.w.).

Jednocześnie wspomniane już rozporządzenie Rady Ministrów⁴⁷, pośród informacji, które emitent obowiązany jest przekazać w formie raportu bieżącego, wymienia między innymi: rejestrację przez sąd zmiany wysokości lub struktury kapitału zakładowego emitenta lub jednostki od niego zależnej (§ 5 ust. 1 pkt 12 rozporządzenia), podjęcie decyzji o zamiarze emisji obligacji, w przypadku gdy wartość emisji obligacji może przekroczyć 10% kapitałów własnych emitenta, oraz podjęciu decyzji o zamiarze emisji obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa oraz obligacji przychodowych (§ 5 ust. 1 pkt 17 rozporządzenia), dokonanie emisji obligacji, w przypadku gdy wartość emitowanych obligacji przekracza 10% kapitałów własnych emitenta, oraz emisji obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa oraz obligacji przychodowych (§ 5 ust. 1 pkt 18 rozporządzenia).

Wprawdzie w samym tekście ustawy ani też rozporządzenia nie ma mowy o kapitale docelowym, niemniej jednak instytucja ta również może zostać wykorzystana do emisji instrumentów zamiennych na akcje czy też inkorporujących prawo objęcia akcji⁴⁸, co podpadać może pod § 5 ust. 1 pkt 17 i 18 rozporządzenia. Ponadto — co istotniejsze — określone czynności związane z uchwaleniem oraz wykorzystaniem kapitału docelowego mogą podpadać pod kategorię zdarzeń mogących w znaczący sposób wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego, co uzasadnia aktualizację obowiąz-

ust. 1 pkt 3 p.p.o.p.w., oraz terminy ich przekazywania przez emitentów określa rozporządzenie Rady Ministrów z 16 X 2001 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz.U. nr 139, poz. 1569).

⁴⁷ Zob. wyżej, przypis nr 46.

⁴⁸ Zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.2.3.1.3.

ków informacyjnych na podstawie art. 81 ust. 1 pkt 2 p.p.o.p.w. Do takich zdarzeń zaliczyć można przykładowo emisję dokonywaną „pod” określonego inwestora (strategicznego), emisję po cenie odbiegającej znacząco od aktualnej ceny rynkowej (kursu) czy emisję związaną z restrukturyzacją emitenta.

W wymienionych sytuacjach możliwy jest zbieg norm dotyczących obowiązków publikacyjnych na podstawie art. 81 i n. p.p.o.p.w. oraz szczególnych obowiązków informacyjnych zarządu w związku z uchwaleniem bądź wykorzystaniem kapitału docelowego. Rozstrzygając ów zbieg należy mieć na uwadze, że przepisy prawa o publicznym obrocie — mimo iż historycznie wcześniejsze od regulacji zawartej w kodeksie spółek handlowych — są jednak przepisami o charakterze szczególnym i jako *lex specialis* derogują stosowanie przepisów kodeksu spółek, jeżeli te ostatnie nie dadzą się z nimi pogodzić⁴⁹. Wynika z tego, że informacje, które podlegają obowiązkowi upublicznienia na podstawie prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, nie mogą stać się treścią opinii zarządu przed ich podaniem do publicznej wiadomości (art. 83 ust. 1 p.p.o.p.w.)⁵⁰. Należy bowiem przyjąć, iż przepisy przewidujące szczególne obowiązki informacyjne zarządu nie stanowią przepisów szczególnych w rozumieniu art. 83 ust. 1 pkt 2 p.p.o.p.w. Przyjąć jednak należy, że uczynienie przez zarząd zadość szczególnemu obowiązkowi informacyjnemu może zostać dokonane jednocześnie i przy okazji upublicznienia informacji wymaganych przez prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

D. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE PRZY UCHWALENIU KAPITAŁU DOCELOWEGO

Zgodnie z art. 444 k.s.h. źródłem upoważnienia zarządu do podwyższania kapitału zakładowego może być wyłącznie statut. Odpowiednie postanowienie może wynikać z pierwotnego statutu albo też zostać do niego inkorporowane w okresie późniejszym, w drodze zmiany statutu⁵¹. Z oczywistych względów tylko ten drugi przypadek może być przedmiotem rozważań pod kątem istnienia obowiązków informacyjnych zarządu. Reżim prawny, a więc i wszystkie przesłanki skuteczności oraz legalności, obowiązujące dla uchwalenia kapitału docelowego, znajdują zastosowanie również do

⁴⁹ Zob. A. Chłopecki, [przyp. 35], s. 4.

⁵⁰ Tak na temat relacji obowiązków informacyjnych spółek publicznych względem prawa akcjonariusza do informacji (art. 428 k.s.h.) A. Chłopecki, [przyp. 35], s. 6.

wszelkich zmian tego kapitału (np. zwiększenie wysokości, rozszerzenie na akcje aportowe), co nie wyłącza możliwości obowiązywania dodatkowych względnie surowszych wymogów (tak przy upoważnieniu do wyłączenia prawa poboru).

W katalogu przesłanek uchwalenia kapitału docelowego (art. 445 k.s.h.) brak jest jednak obowiązku zarządu do przedłożenia opinii. Ustawa wymaga jedynie, aby uchwała upoważniająca została umotywowana. Oznacza to, że brak jest na tym etapie szczególnych obowiązków informacyjnych zarządu. Informacja ogranicza się z jednej strony do ogólnych reguł dotyczących zwoływania walnego zgromadzenia (art. 402 § 2 k.s.h.), z drugiej zaś — już w czasie walnego zgromadzenia — do indywidualnego prawa akcjonariusza do informacji (art. 428 § 1 k.s.h.).

Ograniczoną funkcję informacyjną pełni jednak obowiązek umotywwania uchwały⁵². Funkcja ta jest ograniczona z dwóch powodów: po pierwsze brak jest wyprzedzenia czasowego w stosunku do momentu podejmowania uchwały, po drugie zaś trudno o podanie specyficznych motywów podjęcia danej uchwały, odmiennych od tych, które stanowią *ratio legis* samej instytucji kapitału docelowego. Ten drugi powód skłania do postawienia znaku zapytania nad sensownością wprowadzenia ustawowego obowiązku umotywwania uchwały w przedmiocie uchwalenia kapitału docelowego⁵³. Materialna kontrola takiej uchwały nie wydaje się być uzasadniona względami polityki prawa, gdyż otwiera to tylko drogę do nieuzasadnionych skarg akcjonariuszy⁵⁴.

Dalsze rozważania poświęcone zostaną szczególnemu zagadnieniu związku kapitału docelowego z problematyką wyłączenia prawa poboru akcjonariuszy.

⁵¹ Tak słusznie M. R o m a n o w s k i, *Kapitał docelowy*, [przyp. 1], s. 2–3; por. też § 202 ust. 1 i 2 AktG.

⁵² Na temat stosunku obowiązku umotywwania uchwały do szczególnych obowiązków informacyjnych zarządu zob. wyżej, punkt C.III.

⁵³ Szczegółowo na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.2.2. Wprowadzenie ustawowego obowiązku umotywwania uchwały spotkało się jednak z aprobatą w piśmiennictwie; zob. M. R o m a n o w s k i, *Podwyższanie...*, [przyp. 1], s. 24, który niesłusznie przypisuje obowiązkowi umotywwania uchwały istotną rolę z punktu widzenia ochrony praw mniejszości.

⁵⁴ Szerzej na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.2.2.3.2.

E. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE PRZY WYŁĄCZENIU PRAWA POBORU PRZEZ WALNE ZGROMADZENIE

Uchwalenie kapitału docelowego nie zmienia niczego w zakresie istnienia i zakresu kompetencji walnego zgromadzenia do podwyższania kapitału zakładowego; jedyna zmiana polega na tym, że kompetencja ta traci w związku z uchwaleniem kapitału docelowego przymiot wyłączności⁵⁵. Podwyższenie kapitału może jednak również przybrać formę „mieszaną”: walne zgromadzenie określa część warunków emisji, reszta zaś — w praktyce zwłaszcza wybór momentu podwyższenia kapitału oraz ustalenie (ostatecznej) ceny emisyjnej — pozostaje w gestii zarządu. Dopuszczalność tego rodzaju „mieszanego” podwyższenia wynika z samej instytucji kapitału docelowego w oparciu o wnioskowanie *a maiori ad minus*. Kapitał docelowy nie wiąże się w takich przypadkach z „emancypacją” zarządu, a jego zakres ogranicza się do pewnego minimum podyktowanego potrzebami rynku, tj. zwłaszcza wahaniami koniunktury czy specyfiką negocjacji związanych z objęciem danej emisji akcji⁵⁶. Zwłaszcza w tym ostatnim przypadku, tj. przypadku subskrypcji prywatnej (art. 431 § 2 pkt 1 k.s.h.), można oczekiwać, iż samo walne zgromadzenie dokona bezpośrednio wyłączenia prawa poboru (art. 447 § 1 k.s.h.). W takiej sytuacji przed podjęciem uchwały na zarządzie ciąży obowiązek przedłożenia walnemu zgromadzeniu opinii na temat proponowanego wyłączenia prawa poboru (art. 433 § 2 zd. 4 w zw. z art. 447 § 1 k.s.h.). Zgodnie z brzmieniem wspomnianego przepisu opinia ta uzasadniać ma powody wyłączenia albo ograniczenia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną akcji bądź sposób jej ustalenia⁵⁷. Opinia ta w warunkach zwyczajnego wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie cechować się ma szczegółowością, spójnością oraz rzetelnością. Taki sam standard powinien obowiązywać dla opinii przedkładanej przy wyłączeniu prawa

⁵⁵ R. A d a m u s, [przyp. 1], s. 24; W. P o p i o ł e k, [przyp. 10], art. 444, uw. 4; M. R o m a n o w s k i, *Podwyższanie...*, [przyp. 1], s. 28; A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.1.1.

⁵⁶ Przed wejściem w życie kodeksu spółek handlowych praktyka uciekała się do tzw. widelkowej emisji akcji, która jednak nie zapewniała tego stopnia elastyczności co instytucja kapitału docelowego, a ponadto wywoływała kontrowersje natury jurystycznej; zob. w szczególności G. D o m a ń s k i, *Widelkowa emisja akcji*, „Rzeczpospolita” 1995, z. 56; M. M a z u r e k, „*Widelkowe*” podwyższenie kapitału akcyjnego, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, z. 9, s. 9 i n.; A. M i k o s z, *Uwagi w kwestii dopuszczalności tzw. „widelkowej emisji akcji”*, PPH 1997, z. 4, s. 30 i n.; M. R o m a n o w s k i, „*Widelkowe*” podwyższenie kapitału akcyjnego, PPH 1998, z. 3, s. 12 i n.

⁵⁷ Szczegółowo na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 41], s. 71–73.

poboru w ramach kapitału docelowego. Jeśli jednak pewne okoliczności nie są jasne w momencie podejmowania uchwały przez walne zgromadzenie, albo też okoliczności te ulegną zmianie, wówczas zarząd powinien przedłożyć akcjonariuszom opinię uzupełniającą, uwzględniającą te okoliczności. Należy bowiem zwrócić uwagę, że wprowadzie formalnie wyłączenie prawa poboru następuje na skutek uchwały walnego zgromadzenia, niemniej rzeczywisty skutek takiej operacji występuje w związku z podjęciem przez zarząd uchwały o podwyższeniu kapitału i następnie objęciem akcji przez określony podmiot. Również to właśnie wówczas dochodzi do konkretyzacji w odniesieniu do ostatecznej ceny emisyjnej oraz wolumenu emisji akcji wolnych od prawa poboru. Dlatego też okoliczności aktualne w tym momencie powinny być miarodajne z punktu widzenia kontroli legalności wyłączenia prawa poboru⁵⁸.

F. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE PRZY UMOCOWANIU ZARZĄDU DO WYŁĄCZENIA PRAWA POBORU

Zgodnie z postanowieniem art. 447 § 2 k.s.h. umocowanie zarządu do wyłączenia prawa poboru następuje na podstawie uchwały walnego zgromadzenia, której powzięcie wymaga spełnienia warunków określonych w art. 433 § 2 k.s.h. Ten ostatni przepis formułuje przesłanki legalności wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie dokonujące zwyczajnego podwyższenia kapitału zakładowego (art. 431 i n. k.s.h.). Tymczasem hipoteza normy wyrażonej w art. 447 § 1 *in fine* i art. 447 § 2 k.s.h. odwołuje się do operacji rodzajowo zupełnie odmiennej, mianowicie do samego upoważnienia udzielanego zarządowi. W pierwszym przypadku mamy zatem do czynienia z konkretną ingerencją w prawa akcjonariusza, w drugim zaś jedynie z delegacją kompetencji, która jednak może stanowić „preludium” do rzeczywistej ingerencji. Względem na tę fundamentalną różnicę zmusza do odpowiedniego stosowania przepisów, do których następuje odesłanie. W odniesieniu do przesłanki przedstawienia opinii przez zarząd zakres tego obowiązku będzie musiał ulec znaczącej modyfikacji w warunkach kapitału docelowego. Przede wszystkim odpada obowiązek podawania i uzasadniania ceny emisyjnej, gdyż ta w momencie udzielenia umocowania nie jest jeszcze w ogóle znana. Co więcej, w chwili udzielania umocowania może nie być jeszcze w ogóle — i z reguły nie jest

⁵⁸ Zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.5.1.

— znany przedmiot wkładu ani też osoba wnoszącego. Nieznana jest też wartość odniesienia, czyli wartość starych akcji spółki w chwili dokonania wyłączenia prawa poboru, co uniemożliwia ocenę adekwatności warunków nowej emisji⁵⁹. Również przesłanka materialna (wyłączenie w interesie spółki), która jest ściśle związana z przesłanką formalną sporządzenia opinii, nie może obowiązywać w przypadku umocowania, ponieważ interes spółki jest wartością zmienną w czasie i ustalaną w oparciu o konkretne okoliczności, aktualne w określonym momencie⁶⁰. W większości przypadków nie sposób zatem ustalić, czy wyłączenie będzie zgodne z interesem spółki w chwili jego rzeczywistego dokonania, tj. skorzystania przez zarząd z udzielonego mu upoważnienia. Wynika z tego, że nawet potraktowanie udzielenia umocowania jako „abstrakcyjnego wyłączenia prawa poboru” nie może stanowić podstawy do kontroli materialnej na etapie udzielenia upoważnienia.

Jeśli natomiast — poszukując ekwiwalentów dla poszczególnych elementów hipotezy art. 433 § 2 k.s.h. — przyjąć, że odpowiednikiem wyłączenia z art. 433 § 2 k.s.h. jest w przypadku odpowiedniego stosowania tego przepisu na gruncie kapitału docelowego samo umocowanie zarządu do wyłączenia prawa poboru, wówczas trudno jest wskazać na specyficzny interes spółki przemawiający za udzieleniem takiego umocowania, inny niż interes generalny, czyli te względy polityki prawa, które stanowiły *ratio legis* wprowadzenia przez ustawodawcę instytucji kapitału docelowego. Z punktu widzenia ochrony praw akcjonariusza dużo istotniejszy jest moment faktycznego skorzystania przez zarząd z przyznanej mu kompetencji. Ten właśnie moment powinien być również miarodajny dla obowiązywania przesłanki materialnej z art. 433 § 2 k.s.h.⁶¹

⁵⁹ Zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.3.3.3.2.

⁶⁰ Na temat interesu spółki zob. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy na gruncie k.s.h.*, PPH 2002, z. 10, s. 24–25; A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 10.3.2.

⁶¹ Tak też dominujący pogląd w doktrynie niemieckiej, zob. H. H i r t e, [przyp. 42], s. 104; U. H ü f f e r, [przyp. 4], uw. do § 203, nb. 35; H. F ü c h s e l, *Probleme des Bezugsrechtsausschlusses im deutschen Aktienrecht*, „Betriebsberater” (dalej: BB) 1972, s. 1536; M. L u t t e r, *Bezugsrechtsausschluss und genehmigtes Kapital*, BB 1981, s. 862; M. L u t t e r, *Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses. Besprechung der Entscheidung BGHZ 71, 40 (Kali & Salz)*, ZGR 1979, s. 411; R. M a r s c h - B a r n e r, *Zum Bericht des Vorstands nach § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG beim genehmigten Kapital — Urteilsanmerkung zu LG Frankfurt v. 21.1.1981*, „Die Aktiengesellschaft” (dalej: AG) 1981, s. 213; J. N a t t e r e r, *Sachkontrolle und Berichtspflicht beim genehmigten Kapital — Nold/Siemens abermals auf dem Weg durch die Instanzen?*, „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” (dalej: ZIP) 2002, s. 1679; K. Q u a c k, *Die Schaffung genehmigten Kapitals unter Ausschluss*

Wymienione okoliczności podważają w dużej mierze sensowność istnienia obowiązku sporządzenia opinii na etapie umocowania zarządu do wyłączenia prawa poboru.

Wydaje się jednak, że na gruncie obowiązującego stanu prawnego całkowite odrzucenie konieczności przygotowania opinii zarządu byłoby zbyt daleko idącym i — z punktu widzenia praktyki — nazbyt ryzykownym wnioskiem. Za wystarczającą musi jednak zostać uznana opinia zwięzła, ogólnikowa, mająca charakter informacyjno-„pouczający” (instruktażowy). Powinna wskazywać ona ogólne korzyści i zagrożenia, jakie wiążą się z umocowaniem zarządu do wyłączenia prawa poboru oraz wskazywać przysługujące akcjonariuszom środki ochrony prawnej na wypadek nielegalnego bądź noszącego znamiona nadużycia skorzystania przez zarząd z przyznanego mu umocowania (tj. konkretnego wyłączenia prawa poboru przez zarząd)⁶². Z drugiej strony konsekwencją zaprezentowanej interpretacji jest przyjęcie, iż przedłożenie takiej ogólnej, „instruktażowej” opinii nie wyczerpuje zakresu odesłania zawartego w art. 447 § 2 k.s.h. Celowościowa wykładnia normy odsyłającej i normy merytorycznej każe zgodnie z duchem art. 433 § 2 k.s.h. przenieść zasadniczą część treści normatywnej tego przepisu na moment skorzystania przez zarząd z udzielonego mu pełnomocnictwa, nakładając nań na tym etapie szczególne obowiązki informacyjne⁶³.

Wyjątkowo w odmienny sposób sytuacja będzie przedstawiać się w przypadku, jeżeli upoważnienie udzielone zarządowi rozciąga się jedynie na konkretną emisję akcji, której zasadnicze okoliczności są znane już w chwili podejmowania uchwały upoważniającej. W takiej sytuacji opinia zarządu powinna podawać te okoliczności. Opinia powinna być zatem szczegółowa i rzetelna. W tekście opinii należy nadto wskazać, że jest to ostateczna opinia w danej sprawie. Wówczas w zakresie kontroli opinii możliwe i konieczne będzie przyłożenie do niej standardów, które obowiązują dla opinii wydawanej wprost na podstawie art. 433 § 2 zd. 4 k.s.h. Z drugiej strony zarząd zwolniony będzie jednak z konieczności powtórnego przedkładania (uzupełniającej) opinii w chwili faktycznego wyłączenia prawa poboru w ramach udzielonego upoważnienia⁶⁴.

des Bezugsrechts der Aktionäre, ZGR 1983, s. 261; W. Timm, *Der Bezugsrechtsausschluss beim genehmigten Kapital*, „Der Betrieb” (dalej: DB) 1982, s. 215; G. J. van Venrooy, *Berichtspflicht des Vorstands beim genehmigten Kapital?*, DB 1982, s. 736.

⁶² Zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 11.3.3.3.2.

⁶³ Zob. niżej, pkt G, w szczególności pkt G.IV.

⁶⁴ Zob. niżej, pkt G.II.

G. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE NA ETAPIE SKORZYSTANIA PRZEZ ZARZĄD Z UMOCOWANIA DO WYŁĄCZENIA PRAWA POBORU

I. PROBLEM ODPOWIEDNIEGO STOSOWANIA ART. 433 § 2 K.S.H. NA ETAPIE WYŁĄCZENIA PRAWA POBORU PRZEZ ZARZĄD

1. Przedstawienie problemu

Kodeks spółek handlowych nie reguluje bezpośrednio kwestii wymogów obowiązujących dla wyłączenia prawa poboru przez umocowany do tego zarząd (tj. przesłanek uchwały zarządu), tak jak czyni to dla zwyczajnego trybu wyłączenia prawa poboru dokonywanego przez walne zgromadzenie (art. 433 § 2 k.s.h.). Brak jest również jasności, czy można w tej materii mówić o regulacji w drodze odesłania, jak to ma miejsce dla wyłączenia prawa poboru bezpośrednio przez samo walne zgromadzenie w warunkach kapitału docelowego (art. 447 § 1 zd. 1 w zw. z art. 433 § 2 k.s.h.). Wspomniana wątpliwość musi być rozstrzygana z uwzględnieniem istnienia zasadniczego podobieństwa pomiędzy obiema operacjami, przynajmniej w zakresie ich faktycznych konsekwencji. Z punktu widzenia interesu akcjonariuszy stopień ingerencji jest bowiem identyczny, z tym jednak, że w przypadku wyłączenia prawa poboru przez zarząd są oni dodatkowo wyłączeni z prawa współdecydowania o wyłączeniu. Taka konstatacja pociąga za sobą pytanie o przesłanki dopuszczalności ingerencji ze strony zarządu oraz o instrumentarium ochrony prawnej akcjonariuszy na wypadek naruszenia ich praw. Z samej natury uchwały zarządu wynika, iż nie może tu chodzić o wszystkie przesłanki wymienione w art. 433 § 2 k.s.h.: niemożliwe jest nawet analogiczne zastosowanie przepisów dotyczących większości 4/5 głosów⁶⁵ czy też zapowiedzenia w porządku obrad⁶⁶. Możliwe natomiast do analogicznego zastosowania — przynajmniej teoretycznie — są jednak przesłanki materialne oraz przesłanka przedstawienia przez zarząd opinii na temat wyłączenia prawa poboru. Ponieważ — jak zasygnalizowano powyżej — problematyka analogicznego stosowania tych przesłanek, jakkolwiek praktycznie doniosła, nie jest jasna, w toku dalszego wywodu przedstawiona zostanie analiza możliwych podstaw oraz potrzeby obowiązywania owych przesłanek.

⁶⁵ Znajduje tu zastosowanie art. 371 § 2 k.s.h., zgodnie z którym uchwały zarządu zapadają bezwzględną większością głosów.

⁶⁶ Zamiast tego stosuje się przepis art. 371 § 3 k.s.h., który wymaga zawiadomienia członków zarządu o posiedzeniu.

2. Stosowanie art. 433 § 2 k.s.h. w oparciu o przepis art. 447 § 2 k.s.h.

Zgodnie z normą odsyłającą wyrażoną w art. 447 § 2 k.s.h. w odniesieniu do przesłanek umocowania zarządu do wyłączenia prawa poboru zastosowanie znajduje przepis art. 433 § 2 k.s.h. Wspomniana norma odsyłająca sformułowana jest w następujący sposób: „powzięcie przez walne zgromadzenie uchwały zmieniającej statut, która przewiduje przyznanie zarządowi kompetencji do wyłączenia lub ograniczenia prawa poboru akcji za zgodą rady nadzorczej, wymaga spełnienia warunków określonych w art. 433 § 2”.

Wymieniony w odesłaniu przepis dotyczy pierwotnie wyłączenia prawa poboru w ramach zwyczajnego podwyższenia kapitału zakładowego dokonywanego przez walne zgromadzenie. Dla prawidłowego stosowania tego przepisu w ramach odesłania konieczne jest ustalenie charakteru odesłania (wprost czy odpowiednie) oraz w związku z tym określenie jego zakresu. Wiąże się z tym konieczność ustalenia ekwiwalencji pomiędzy poszczególnymi elementami regulacji „wyjściowej” oraz tej, do której następuje odesłanie, tj. w tym przypadku zwyczajnego wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie oraz wyłączenia prawa poboru przez zarząd w ramach kapitału docelowego.

Zgodnie z literalnym brzmieniem art. 447 § 2 k.s.h. przesłanki określone w art. 433 § 2 k.s.h. powinny zostać spełnione również przy podejmowaniu uchwały upoważniającej zarząd do pozbawienia akcjonariuszy prawa poboru. Wymogami tymi są: podjęcie uchwały w interesie spółki, uzyskanie większości 4/5 głosów, odpowiednie zapowiedzenie w porządku obrad oraz przedstawienie opinii zarządu. Z samego brzmienia przepisu odsyłającego nie wynika nakaz adaptacji wymienionych przesłanek w drodze odpowiedniego stosowania przepisu art. 433 § 2 k.s.h. Odpowiednikiem uchwały walnego zgromadzenia w przedmiocie wyłączenia prawa poboru byłaby uchwała walnego zgromadzenia upoważniająca zarząd do pozbawienia akcjonariuszy prawa poboru w ramach kapitału docelowego (ekwiwalencja). Jednocześnie odesłanie wyczerpywałoby się na uchwale upoważniającej. Taka wykładnia normy odsyłającej art. 447 § 2 k.s.h. i zastosowanie wprost art. 433 § 2 k.s.h. do kapitału docelowego nie jest jednak wolne od mankamentów. Po pierwsze nie wszystkie wymogi wymienione w art. 433 § 2 k.s.h. mogą w ogóle zostać przeniesione wprost na przypadek udzielania upoważnienia dla zarządu: chodzi tu mianowicie o przesłankę interesu spółki oraz związaną z nią przesłankę sporządzenia opinii przez zarząd⁶⁷. Po drugie wskazać

⁶⁷ Zob. wyżej, punkt F.

należy na zasadniczą odmienną oba uchwał, zwłaszcza z punktu widzenia ich prawnych konsekwencji. Umocowanie zarządu jest mianowicie tylko jednym z elementów problematyki wyłączenia prawa poboru przez zarząd w ramach kapitału docelowego. Drugim i przy tym zasadniczym etapem jest sama uchwała zarządu w sprawie wyłączenia. Uchwała ta ma z punktu widzenia ingerencji w prawa akcjonariuszy identyczny skutek jak uchwała podjęta przez walne zgromadzenie na podstawie art. 433 § 2 k.s.h. i to właśnie w tym miejscu doszukiwać należy się funkcjonalnej analogii. To z kolei skłaniałoby do takiej interpretacji odesłania, zgodnie z którą treść normatywna art. 433 § 2 k.s.h. powinna zostać odpowiednio zaadaptowana do całego procesu wyłączenia prawa poboru przez zarząd, nie wyczerpując się na samym jedynie umocowaniu zarządu i tworząc tym samym rodzaj pomostu normatywnego pomiędzy oboma rodzajami ingerencji (tj. zwyczajnego wyłączenia prawa poboru oraz wyłączenia przez zarząd w ramach kapitału docelowego). Interpretacja taka może wydawać się uzasadniona choćby z tego względu, iż brak jest bezpośredniej ustawowej regulacji przesłanek oraz kontroli samej uchwały zarządu pozbawiającej akcjonariuszy ich ustawowego prawa poboru.

3. Stosowanie art. 433 § 2 k.s.h. w oparciu o wzajemną relację art. 447 § 1 i § 2 k.s.h.

Odpowiednie stosowanie przesłanek określonych w art. 433 § 2 k.s.h. można próbować uzasadnić także w oparciu o kompleksowe potraktowanie regulacji kapitału docelowego, w szczególności art. 447 § 1 i 2 k.s.h. Zasadniczym modelem ustawowym jest emisja akcji z zachowaniem prawa poboru. Ustawa dopuszcza jednak, aby przy spełnieniu przesłanek określonych w art. 433 § 2 k.s.h. prawo poboru zostało wyłączone decyzją walnego zgromadzenia (art. 447 § 1 k.s.h.). W dalszej kolejności dopuszczalne jest, aby kompetencję, o której mowa w art. 447 § 1 zd. 1 k.s.h., delegować na zarząd (art. 447 § 1 zd. 2 k.s.h.). Dokonanie delegacji wymaga spełnienia przesłanek określonych w art. 433 § 2 k.s.h. (art. 447 § 2 k.s.h.). Delegacja oznacza rozciągnięcie obowiązku art. 447 § 1 k.s.h. także na zarząd, którego uchwała jedynie zastępuje uchwałę walnego zgromadzenia (art. 446 § 1 k.s.h.). W konsekwencji zarząd podlega tym samym rygorom, które obowiązują dla walnego zgromadzenia (art. 433 § 2 w zw. z art. 447 § 1 zd. 1 k.s.h.).

4. Stosowanie art. 433 § 2 k.s.h. w oparciu o ogólne odesłanie art. 453 k.s.h.

Oprócz szczegółowego odesłania zawartego w art. 447 § 2 k.s.h. ustawa przewiduje także odesłanie ogólne, wyrażone w art. 453 k.s.h. Zgodnie z tym ostatnim przepisem do kapitału docelowego (podobnie jak do kapitału warunkowego) stosuje się odpowiednio przepisy rozdziału 4, tj. art. 430–443 k.s.h., a zatem także art. 433 § 2 k.s.h. dotyczący wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie. Owo ogólne odesłanie stanowić może zatem podstawę do odpowiedniego stosowania przesłanek wymienionych w art. 433 § 2 k.s.h. także do samej uchwały zarządu, tym bardziej że uchwała ta stanowi surogat uchwały walnego zgromadzenia (art. 446 § 1 k.s.h.).

5. Analogia do umocowania w statucie pierwotnym

Mankamenty założenia, że odesłanie zawarte w art. 447 k.s.h. wyczerpuje się na uchwale upoważniającej, tak iż w konsekwencji na etapie podejmowania przez zarząd uchwały wykonawczej brak jest specjalnych wymogów związanych z podjęciem takiej uchwały, widoczne są szczególnie wyraźnie w przypadku, kiedy upoważnienie zarządu wynika już z pierwotnego brzmienia statutu. W sytuacji takiej nie dochodzi w ogóle do podjęcia uchwały zmieniającej statut, wobec czego rozważane odesłanie nie znajduje zastosowania, przynajmniej w odniesieniu do umocowania. Upoważnienie zostaje inkorporowane do statutu *de facto* jednomyślnie, ponieważ takie znaczenie można przypisać przystąpieniu wspólników do spółki. Przesłanki określone w art. 433 § 2 k.s.h. (w zw. z art. 447 § 2) na tym etapie w ogóle nie obowiązują. Odmówienie ich odpowiedniego zastosowania na etapie uchwały wykonawczej zarządu oznaczałoby ich całkowitą derogację. Taki wniosek byłby jednak niepożądany nie tylko z uwagi na potrzebę ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych, ale także przez wzgląd na spójność systemową — przy umocowaniu w statucie pierwotnym brak byłoby ochrony na którymkolwiek z etapów procesu wyłączenia prawa poboru przez zarząd.

6. Argumenty związane z kwalifikacją upoważnienia jako delegacji kompetencji

Jak już wyżej wspomniano, istotą kapitału docelowego jest delegacja kompetencji do podwyższenia kapitału w drodze emisji nowych akcji (względ-

nie obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa). Konsekwencją takiej kwalifikacji jest to, że ograniczenia, którym podlega delegujący, nie mogą ulec zniesieniu w związku z samym faktem przeniesienia kompetencji. Analogiczna sytuacja ma miejsce w prawie konstytucyjnym oraz administracyjnym: przeniesienie uprawnienia na organ niższego szczebla (np. przekazanie przez ustawodawcę pewnych materii do uregulowania w drodze rozporządzenia) nie może oznaczać mniejszego stopnia związania tego organu zasadami praworządności⁶⁸. Podobnie na gruncie prawa prywatnego obowiązuje wywodząca się jeszcze z prawa rzymskiego zasada *nemo plus iuris transferre potest, quam ipse habet*. W konsekwencji ograniczenia, jakim podlega walne zgromadzenie przy wyłączeniu prawa poboru, muszą obowiązywać także zarząd, jako organ wtórnie uprawniony.

7. Stosowanie art. 433 § 2 k.s.h. w drodze analogii systemowej

Oprócz ogólnej (dyspozytywnej) regulacji zasad głosowania zarządu (art. 371 § 2 k.s.h.) oraz zastrzeżenia zgody rady nadzorczej (art. 447 § 1 zd. 2 k.s.h.) kodeks spółek handlowych nie przewiduje dalszych przesłanek skuteczności i legalności wyłączenia prawa poboru przez zarząd⁶⁹. Jak zwrócono uwagę powyżej, z punktu widzenia akcjonariusza charakter ingerencji w jego prawa jest taki sam jak przy wyłączeniu prawa poboru bezpośrednio przez walne zgromadzenie, co usprawiedliwia zagwarantowanie dla obu przypadków porównywalnych mechanizmów ochrony prawnej. Dla zwykłego wyłączenia prawa poboru dokonanego przez walne zgromadzenie zastosowanie znajdują formalne i materialne przesłanki przewidziane w art. 433 § 2 k.s.h. Niespełnienie tych przesłanek uzasadniać będzie sukces powództwa wniesionego na podstawie art. 422 względnie 425 k.s.h. Brak wyraźnej podstawy dla obowiązywania takich przesłanek w sytuacji, kiedy ingerencji dokonuje zarząd spółki, skłania do postawienia pytania o dopuszczalność i celowość sięgnięcia do normatywnej treści art. 433 § 2 k.s.h. w drodze analogii systemowej. Tego rodzaju „kreatywna” wykładnia wymagałaby najpierw stwierdzenie istnienia luki prawnej, która to luka byłaby luką niezamierzoną przez ustawodawcę. O istnieniu luki prawnej można mówić w danym przypadku, jeżeli ustawa nie przewiduje wystarczających mechanizmów ochrony praw mniejszości. W przypadku wyłączenia prawa poboru przez zarząd można

⁶⁸ Tak H. H i r t e, [przyj. 42], s. 104.

⁶⁹ Zob. M. R o m a n o w s k i, *Kapitał docelowy a prawo poboru*, PPH 2003, z. 3, s. 6.

wskazać na trzy takie mechanizmy:

- a) obowiązek spełnienia określonych przesłanek na etapie umocowania zarządu,
- b) obowiązek uzyskania zgody rady nadzorczej oraz
- c) teoretyczną możliwość pociągnięcia członków zarządu do osobistej odpowiedzialności na wypadek nielegalnej ingerencji w prawa akcjonariusza.

Ad a). Jeśli chodzi o ochronę na etapie umocowania, to z uwagi na bardzo jeszcze abstrakcyjny charakter zagrożenia musi ona być bardzo ograniczona⁷⁰. Ten rodzaj ochrony na etapie wstępnym nie może stanowić substytutu ochrony na etapie wykonawczym.

Ad b). W odniesieniu do obowiązku uzyskania zgody rady nadzorczej stwierdzić należy, iż zastrzeżenie zgody tego organu z całą pewnością nie zapewnia w praktyce gospodarczej tego samego standardu ochrony, jaki występuje w przypadku bezpośredniego wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie⁷¹, połączonego z obowiązkami informacyjnymi związanymi choćby ze zwoływaniem walnego zgromadzenia.

Ad c). Możliwość pociągnięcia członków zarządu do odpowiedzialności z tytułu nieusprawiedliwionej ingerencji w prawa akcjonariusza rozpatrywać można w kategoriach mechanizmu kompensacyjnego, jak również jako mechanizm prewencji generalnej. Jeżeli chodzi o funkcję kompensacyjną, to ma ona ograniczone zastosowanie z uwagi na to, że następujący w wyniku wyłączenia prawa poboru efekt rozwodnienia występuje tak na płaszczyźnie majątkowej, jak i na płaszczyźnie udziałowej⁷². Z natury rzeczy kompensowalny jest w zasadzie jedynie uszczerbek majątkowy związany z przydzieleniem nowych akcji po nieadekwatnie niskiej cenie, podczas gdy ustalenie odszkodowania przy wystąpieniu jedynie efektu rozwodnienia udziałowego może wiązać się ze sporymi trudnościami. Przypadek rozwodnienia majątkowego jest już zresztą częściowo⁷³ objęty odpowiedzialnością odszkodowawczą

⁷⁰ Zob. wyżej rozważania zamieszczone w pkt G.

⁷¹ Zob. M. R o m a n o w s k i, [przyp. 69], s. 6, który mówi o pośrednim wpływie akcjonariuszy (właśnie przez radę nadzorczą), który jest jednak „niewątpliwie słabszy” w porównaniu ze zwyczajnym trybem wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie. W innym miejscu ten sam autor stwierdza jednak, że „ochrona akcjonariuszy przed nieuzasadnionym pozbawieniem ich prawa poboru jest zagwarantowana ustawowym obowiązkiem uzyskiwania przez zarząd zgody rady nadzorczej w tym zakresie” (s. 7).

⁷² Szczegółowo na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 5.3. i 5.4.

⁷³ Przepis ten dotyczy jedynie nieprawidłowości przy wnoszeniu i wycenie wkładów niepieniężnych. Wnoszenie wkładów niepieniężnych jest jednak regułą przy wyłączeniu prawa poboru (wyjątek — publiczna emisja akcji).

określoną w art. 481 k.s.h.⁷⁴ Jeżeli natomiast chodzi o funkcję prewencji generalnej, to wspomniany mankament związany z niemożnością kompensacji rozwodnienia — jeżeli dotyczy ono jedynie płaszczyzny udziałowej — powoduje także w tym zakresie ograniczenie znaczenia funkcji prewencyjnej. W pozostałym zakresie odwołać się można ponownie do postanowienia art. 481 k.s.h. Największe znaczenie ma jednak znikoma praktycznie rola przepisów przewidujących odpowiedzialność zarządu.

Powyższe względy uzasadniają tezę, że ochrona akcjonariuszy — jeśli oprzeć ją jedynie na przesłankach, które ustawa przewiduje *expressis verbis* — jest w warunkach kapitału docelowego znacząco słabsza, niż ma to miejsce w przypadku wyłączenia prawa poboru bezpośrednio przez walne zgromadzenie. Pozostaje jeszcze zbadać, czy luka ta nie stanowi zamierzonej przez ustawodawcę dyferencjacji standardu ochrony. Lektura uzasadnienia do projektu kodeksu spółek handlowych w zakresie wprowadzenia regulacji kapitału docelowego pozostawia niedosyt i nie pozwala na udzielenie pozytywnej odpowiedzi na postawione pytanie. W tekście uzasadnienia mowa jest jedynie o „uniknięciu [...] ryzyka blokady emisji akcji wskutek zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia”⁷⁵. Założenie, w myśl którego wprowadzenie instytucji kapitału docelowego miałyby być remedium na wspomniany problem, jest jednak błędne⁷⁶. Po pierwsze w stosunku do uchwał zarządu obowiązuje art. 58 k.c., akcjonariuszom pozostaje zaś do dyspozycji powództwo o ustalenie na podstawie art. 189 k.p.c.⁷⁷ Ponadto kodeks przewidział inny mechanizm, mający zapobiegać blokowaniu uchwał, a mianowicie zniesienie automatycznego wstrzymywania postępowania rejestrowego w związku z zaskarżeniem uchwały (art. 423 § 1 k.s.h.) oraz dodatkowo wprowadzenie możliwości zasądzenia od powoda na rzecz spółki kwoty wynoszącej do dziesięciokrotnej wysokości kosztów sądowych oraz wynagrodzenia jednego adwokata lub radcy prawnego, jeżeli wniesione powództwo było oczywiście bezzasadne (art. 423 § 2 k.s.h.). Najistotniejsze

⁷⁴ Szerzej na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 12.9.3.1.2.

⁷⁵ Zob. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, [przyp. 14], s. 179.

⁷⁶ Tak jednak S. Sołtysiński, *Kodeks spółek handlowych. (podstawowe założenia)*, PiP 2000, z. 11, s. 26; R. A d a m u s, [przyp. 1], s. 23, który uniknięcie ryzyka blokady emisji rozpatruje w kategoriach zalet kapitału docelowego; podobnie M. R o m a n o w s k i, *Kapitał docelowy*, [przyp. 1], s. 2.

⁷⁷ Zob. S. Sołtysiński, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. III, *Komentarz do artykułów 301–458*, Warszawa 2003, uw. do art. 447, nb. 9.

jest jednak, że problem nadużywania skarg wspólników, jako jedna z postaci zjawiskowych szantażu korporacyjnego, jest problemem o charakterze ogólnym i w związku z tym wymagającym potraktowania jako problem *sui generis*⁷⁸. Stworzenie określonej niszy przez wprowadzenie oddzielnego trybu podwyższania kapitału o złagodzone rygorze prawnym w zakresie mechanizmu kontroli legalności jest nie tylko rozwiązaniem wycinkowym, ale również zabiegiem prowadzącym nieuchronnie do niespójności systemowej. Mechanizm taki byłby z punktu widzenia ochrony uchwał przed zaskarżeniem z jednej strony *overprotective*, gdyż pozwalałby na wyjęcie spod kontroli akcjonariuszy części uchwał naruszających ich interesy oraz w ogóle porządek prawny, z drugiej zaś *underprotective*, ponieważ — jak już wspomniano — nie łączy się on z derogacją art. 58 k.c. oraz art. 189 k.p.c.

W konsekwencji odpowiednie stosowanie przesłanek wyłączenia prawa poboru określonych w art. 433 § 2 k.s.h. także w sytuacji wyłączenia prawa poboru przez zarząd może być uzasadnione także za pomocą uzupełniającej wykładni prawa dokonanej w oparciu o systemową analogię.

8. Problem konstytucyjności

Wyłączenie prawa poboru stanowić może w określonych okolicznościach poważną ingerencję w sytuację prawną akcjonariusza. Waga tej ingerencji jest różna, w zależności zwłaszcza od charakteru spółki (publiczna czy prywatna), od indywidualnego zamierzenia inwestycyjnego (aktywny wspólnik czy też tylko pasywny inwestor kapitałowy) oraz od dotychczasowego udziału w spółce (ewentualna utrata poszczególnych praw mniejszości). W pewnych sytuacjach powtarzające się wyłączenie prawa poboru można uznać za wyłączenie akcjonariusza ze spółki dokonywane na raty⁷⁹. Wyłączenia akcjonariusza ze spółki wbrew jego woli jest dopuszczalne tylko wyjątkowo, w wąskich, określonych ustawowo granicach (tzw. *squeeze-out*, art. 418 k.s.h.)⁸⁰. Nawet jednak ta wyjątkowa regulacja spotkała się w części

⁷⁸ Zob. szerzej na ten temat A. R a d w a n, [przyp. 11], s. 21–27.

⁷⁹ Tak H. H i r t e, [przyp. 42], s. 31; aprobuszą między innymi H. Wiedemann, w: *Großkommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl. 5. Lieferung (§§ 179–191 AktG), red. K. J. Hopt, H. Wiedemann, Bonn–New York 1995, uw. do § 186, nb. 13; A. S z u m a ń s k i, [przyp. 35], s. 727.

⁸⁰ Szerzej na ten temat zob. P. Bielski, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej*, PPH 2001, z. 11, s. 11–19; A. Całus, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy — uwagi prawnoporównawcze*, w: *Studia z prawa gospodarczego prywatnego. Księga pamiątkowa ku czci prof. Ireneusza Weissa*, Zakamycze 2003,

piśmiennictwa z krytyką z punktu widzenia zgodności z konstytucyjną ochroną własności⁸¹ oraz z naturą spółki akcyjnej⁸². Zgodnie z orzecnictwem niemieckiego Federalnego Trybunału Konstytucyjnego (dalej: BVerfG)⁸³ prawo poboru stanowi przedmiot konstytucyjnie chronionej własności (art. 14 niem. Konstytucji)⁸⁴. Oczywiście niemożliwe jest ukształtowanie prawa poboru jako prawa bezwzględnego (niewyłączalnego), ponieważ oznaczałoby to generalne podporządkowanie interesu spółki interesom jednostki. Interes jednostki musi jednak zostać uwzględniony na płaszczyźnie ochrony prawnej na wypadek jego nieusprawiedliwionego naruszenia. Uzależnienie dopuszczalności wyłączenia prawa poboru jedynie od zgody rady nadzorczej takiej ochrony nie zapewnia. W szczególności chodzi tu o faktyczne poważne utrudnienia w kwestii ewentualnej sądowej ochrony interesów mniejszości. W uzasadnieniu do kodeksu spółek handlowych przeczytać można o wyłączeniu możliwości zaskarżenia uchwał zarządu⁸⁵. Inne środki ochrony, jak

s. 25–72; W. Gontarski, *Na wycisk. Kapitalizm klasowy w kodeksie spółek handlowych*, „Rzeczpospolita” z 6 V 2002 r., dział „Prawo”; I. Knurowska, *Możliwości wyłączenia akcjonariusza ze spółki akcyjnej*, PPH 2001, z. 4, s. 26–34; K. Kohutek, *Przymusowy wykup akcji w kodeksie spółek handlowych*, Zakamycze 2002; A. Niedzielska, *Wyciśnięcie, czyli eliminacja mniejszościowych akcjonariuszy*, „Rzeczpospolita” z 11 V 2001 r., dział „Prawo”; K. Oplustil, *Wykluczenie akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki (tzw. squeeze out) w prawie europejskim, niemieckim i polskim. Analiza prawno-porównawcza z uwzględnieniem aspektu konstytucyjnego*, SP 2003, z. 1, s. 59–88; A. Radwan, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy w prawie brytyjskim na tle k.s.h.*, PPH 2003, z. 1, s. 41–48; A. Radwan, *Squeeze-out? Tak!, ale nie tak — kilka uwag na temat planowanej nowelizacji art. 418 k.s.h.*, „Prawo Spółek” 2003, z. 4, s. 48–54; A. Radwan, *Regulacja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy — uwagi de lege ferenda*, „Monitor Prawniczy” 2003, z. 11, s. 500–505; R.T. Stroiński, *Cele oraz ryzyka przymusowego wykupu akcji w kodeksie spółek handlowych*, PPH 2001, z. 12, s. 19–28; A. Szumański, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy*, PPH 2001, z. 11, s. 1–10; A. Szumański, *Prymat kapitału nad osobą*, „Rzeczpospolita” z 14 II 2001 r., dział „Prawo”; J. Warchoła, *Własność bez aureoli*, „Rzeczpospolita” z 14 VI 2002 r., dział „Prawo”; P. Wierzbiński, *Uchwała o przymusowym wykupie akcji — „wyciśnięcie” drobnych akcjonariuszy*, „Prawo Spółek” 2003, z. 5, s. 2–12.

⁸¹ Taki, niezaskładający jednak na aprobatę pogląd zaprezentował K. Kohutek, [przyp. 80], s. 24 i n. oraz W. Gontarski, [przyp. 80].

⁸² Stanowisko takie, również niezaskładające na poparcie wyraził P. Bielski, [przyp. 80], s. 11–19.

⁸³ Zob. orzeczenie BVerfG z 27 IV 1999 r. (*DAT v. Altana*), BVerfGE 100, 289, 302 = ZIP 1999, s. 1436 z glosą O. Wilkena = AG 1999, s. 566 z glosą E. Vettera.

⁸⁴ Zob. H. Hirte, w: *Großkommentar zum Aktiengesetz*, 4. Aufl. 18. Lieferung (§ 192–206 AktG), red. K. J. Hopt, H. Wiedemann, Bonn–New York 2001, uw. do § 203, nb. 18.

⁸⁵ S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, [przyp. 14], s. 179.

powództwo o ustalenie (art. 189 k.p.c.), powództwo negatoryjne czy nawet postępowanie zabezpieczające (tymczasowa ochrona prawna — art. 730 i n. k.p.c.) mogą okazać się w omawianym przypadku bezużyteczne, a to z uwagi na fakt, że sporna operacja może zostać sfinalizowana, zanim zainteresowani powezmą w ogóle wiadomość o zaistniałej ingerencji w ich prawa jako akcjonariuszy. Dlatego też sytuacja taka oznacza faktyczne ograniczenie prawa do sądu (art. 45 Konstytucji). Dochodzenie odszkodowania nie w każdym przypadku zastąpić może ochronę prewencyjną przed dokonaniem naruszenia⁸⁶. Rozwiązanie takie możliwe jest jeszcze do rozważenia w przypadku spółek publicznych⁸⁷, nie może jednak znaleźć zastosowania dla spółek zamkniętych, w których uczestnictwo jest czymś więcej niż tylko lokatą kapitału. Ponadto problematyczne jest ustalanie wysokości odszkodowania w sytuacji, kiedy nie doszło do rozwodnienia majątkowego, a jedynie rozwodnienia udziałowego. Z kolei restytucja naturalna, realizowana przez anulowanie zarejestrowanego podwyższenia, oznacza uwikłanie się w poważny problem, jaki stanowi rozstrzygnięcie kolizji pomiędzy dążeniem do przywrócenia stanu zgodnego z prawem a ochroną stanu prawnego ujawnionego w rejestrze, a co za tym idzie — ochroną uczestników obrotu prawnego⁸⁸.

9. Względy polityki prawa

Funkcją prawa jest nie tylko zapewnienie sprawiedliwych rozstrzygnięć spornych spraw i interesów, ale także takie kształtowanie stosunków, które prowadzi do efektywnej ekonomicznie alokacji środków oraz ryzyka, jak również obniżania ogólnospołecznych kosztów, w tym kosztów dla obrotu gospodarczego. Z zasady tej wynika także postulat zorganizowania ochrony prawnej w taki sposób, aby oprócz celu sprawiedliwościowego uwzględniony został także element efektywności ekonomicznej.

⁸⁶ Por. orzeczenie niemieckiego Federalnego Trybunału Konstytucyjnego (BVerfG) z 15 VII 1981 r. w sprawie Nassauskiesung (BVerfG 58, s. 300 = BGBl. I 1982, s. 189 = NJW 1982, s. 745). W sprawie tej, dotyczącej zbliżonych do wyłączenia ingerencji władzy publicznej, BVerfG stanął na stanowisku, że ochrona prawna nie może ograniczać się wyłącznie do dochodzenia odszkodowania (tzw. *dulde und liquidiere*), ale musi umożliwiać także ochronę negatoryjną.

⁸⁷ Wyczerpująco na ten temat zob. P. O. Mülberr, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, München 1996; zob. też omówienie tej pozycji przez H. H i r t e, *Geldausgleich statt Inhaltskontrolle — Vermögensbezogener Aktionärsschutz in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, „Wertpapiermitteilungen” (dalej: WM) 1997, s. 1001.

⁸⁸ Zob. niżej uwagi zamieszczone w pkt 9 („Względy polityki prawa”).

Przekładając te ogólne rozważania na przypadek problematyki wyłączenia prawa poboru i ochrony przed jego nielegalnym wyłączeniem poczynić można następujące uwagi i obserwacje. Prawna ochrona akcjonariuszy na wypadek wyłączenia prawa poboru może być mianowicie realizowana przez położenie nacisku na kontrolę *ex ante* lub *ex post*. Kontrola *ex ante* umożliwi ochronę prewencyjną. Plusem tego modelu jest wyższa skuteczność, polegająca na objęciu ochroną konkretnych pozycji prawnych, nie zaś tylko ich ekonomicznej wartości⁸⁹. Wadą kontroli *ex ante* jest w przypadku kapitału docelowego częściowe odebranie tej instytucji elastyczności, tj. możliwości szybkiego podjęcia decyzji i przeprowadzenia emisji z wyłączeniem prawa poboru.

Kontrola *ex post* otwiera wprawdzie możliwość szybkiego działania zarządu, jednakże w efekcie szybkość ta idzie w parze z obniżeniem standardu pewności obrotu. Chodzi tu mianowicie o kwestię następczego zakwestionowania uchwały zarządu leżącej u podstaw emisji z wyłączeniem prawa poboru. W sytuacji stwierdzenia bezprawności takiej uchwały w drodze art. 189 k.p.c. otwiera się problem przywrócenia do stanu poprzedniego przez zniesienie emisji. Po zarejestrowaniu emisji operacja taka pociągać będzie za sobą zawsze spore koszty tak na płaszczyźnie indywidualnej (tj. w odniesieniu do danej spółki), jak i na płaszczyźnie ogólnospołecznej (uderzenie w pewność obrotu). Ponadto tego rodzaju *restitutio naturalis* pociąga za sobą nieraz bardzo poważne problemy prawne⁹⁰. Oprócz tego nawet zniesienie emisji nie musi oznaczać zupełnego przywrócenia stanu sprzed naruszenia; z uwagi na fakt, że w większości przypadków orzeczenie znoszące emisję będzie wywoływać skutek *ex nunc*⁹¹: w mocy pozostać będą musiały zatem

⁸⁹ Na temat restytucji naturalnej w drodze przywrócenia stanu sprzed ingerencji zob. uwagi zawarte niżej w tym samym podrozdziale.

⁹⁰ Szerzej na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 12.8.2.2.

⁹¹ W doktrynie panuje spór co do skutków prawnych orzeczenia sądu wydanego w postępowaniu o uchylenie uchwały. Zgodnie z jednym z zaprezentowanych poglądów, mającym jak się wydaje charakter dominujący, orzeczenie w sprawie uchylenia (unieważnienia) uchwały ma skutek wsteczny od chwili zaistnienia uchwały, tj. działa *ex tunc* — tak E. M a r s z a ł k o w s k a - K r z e ś, *Skutki zaskarżenia uchwały wspólników w spółce z o.o.*, PPH 1999, z. 4, s. 31; M. R o m a n o w s k i, *Zaskarżanie nowych emisji akcji w spółkach publicznych (uwagi na tle art. 414 KH)*, Mon.Praw. 1998, z. 3, s. 104; A. S z a j k o w s k i, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2000, s. 676; A. K i d y b a, *Kodeks spółek handlowych. Objasnienia*, Zakamycze 2001, uw. do art. 249; A. K i d y b a, *Kodeks spółek handlowych, t. I, Komentarz do art. 1–300 k.s.h.*, Zakamycze 2002, uw. do art. 249, pkt 5; A. K i d y b a, *Kodeks spółek handlowych, t. II, Komentarz do art. 301–633 k.s.h.*, Zakamycze 2002, uw. do art. 422, pkt 5; R. C z e r n i a w s k i, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej*, Warszawa 2001, uw. nr 4 do art. 427; J. N a p i e r a ł a, w: *Prawo handlowe, spółki handlowe, umowy gospodar-*

choćby uchwały walnego zgromadzenia podjęte z udziałem głosów wynikających z anulowanych następnie akcji.

Przeprowadzone zestawienie skłania do uznania kontroli prewencyjnej za godną poparcia z punktu widzenia polityki prawa.

10. Wnioski

Przeprowadzona powyżej szczegółowa analiza różnych możliwych podstaw prawnych analogicznego obowiązywania treści normatywnej wyrażonej w art. 433 § 2 k.s.h. nie ma jedynie charakteru teoretycznoprawnej żonglerki. Konsekwencje odpowiedniego stosowania art. 433 § 2 k.s.h. do całego procesu wyłączenia prawa poboru w ramach kapitału docelowego, w tym także do uchwały zarządu, są bowiem znaczące. W ten sposób legalność uchwały zarządu zostaje bowiem uzależniona od spełnienia dodatkowych formalno- i materialnoprawnych przesłanek. W odniesieniu do zagadnienia ochrony prawnej ma to takie praktyczne znaczenie, że w ten sposób stworzona zostaje możliwość podjęcia przez akcjonariuszy kroków zmierzających do zapobieżenia nielegalnemu działaniu zarządu w drodze powództwa o ustalenie (art. 189 k.p.c.) czy też powództwa negatoryjnego⁹².

Zaprezentowane argumenty popierały dwie tezy: 1) tezę o słuszności poddania wyłączenia prawa poboru przez zarząd zbliżonemu reżimowi prawnemu w porównaniu z tym, jaki obowiązuje dla wyłączenia przez walne

cze, red. A. Koch, J. Napierała, Zakamycze 2002, s. 435; tak też stanowisko Sądu Najwyższego wyrażone w orzeczeniu z 17 IX 1993 r. (II CRN 96/93, OSN 1994, z. 9, poz. 180 = PPH 1994, z. 5, s. 25–27). Według innego stanowiska wyrok sądu jako wyrok konstytucyjny powinien wywoływać skutki jedynie na przyszłość (*ex nunc*) — tak M. Allerhand, *Kodeks handlowy. Komentarz*, (przedruk) Bielsko-Biała 1998, uw. 5 do art. 243; A. Radwan, [przyp. 12], pkt 12.3.7.1.3.; M. Treła, *Wzruszalność uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki akcyjnej*, „Prawo Spółek” 1999, z. 12, s. 10. Kolejny pogląd skłania się ku dyferencjacji w zakresie skutków prawnych orzeczenia. Zgodnie z tym poglądem wzgląd na bezpieczeństwo obrotu nakazuje przyjąć, że skuteczność wyroku *ex tunc* powinna być ograniczona do stosunków majątkowych pomiędzy akcjonariuszami, podczas gdy w pozostałym zakresie orzeczeniu należy przypisywać moc *ex nunc* — tak L. Sobolewski, *Unieważnienie akcji dopuszczonych do publicznego obrotu*, PPH 1996, z. 12, s. 4. Jeszcze inny pogląd optuje za generalnym przyjęciem skutku *ex nunc*, z wyłączeniem jednak spraw o stwierdzenie nieważności z powodu naruszenia *ius cogens*, w przypadku których orzeczenie ma charakter deklaratoryjny i wywiera skutek *ex tunc* — tak A. Szumanski, [przyp. 35], s. 726.

⁹² Istotne znaczenie będzie mieć tutaj również tymczasowa ochrona prawna (art. 730 i n. k.p.c.), realizowana w drodze wniosku o wydanie zarządzenia tymczasowego. Szerzej zob. A. Radwan, [przyp. 12], pkt 12.5.

zgromadzenie, oraz 2) tezę, iż interpretacja taka jest możliwa na gruncie obowiązującego prawa.

Mam świadomość, że niektóre z zaprezentowanych argumentów, zwłaszcza te popierające drugą ze sformułowanych tez, mogą zostać uznane za kontrowersyjne. Jednak mnogość i charakter przedstawionych argumentów oraz ich wzajemna niezależność pozwalają mi na zajęcie stanowiska, że reżim prawny obowiązujący dla kapitału docelowego nie powinien znacząco odbiegać od tego, jaki obowiązuje dla wyłączenia prawa poboru dokonywanego przez walne zgromadzenie (teza 1). Pogląd, iż obowiązek zarządu do przedłożenia opinii uzupełniającej wynika z obowiązującego prawa (teza 2), również daje się obronić w oparciu o przedstawione argumenty, niemniej interwencja ustawodawcy mogłaby usunąć niektóre z pojawiających się wątpliwości interpretacyjnych.

II. PRZESŁANKI WYŁĄCZENIA PRAWA POBORU PRZEZ ZARZĄD W ŚWIETLE PRAWA NIEMIECKIEGO I EUROPEJSKIEGO

1. Prawo niemieckie

Bardzo zbliżone do regulacji zawartej w polskim kodeksie spółek handlowych jest uregulowanie wyłączenia prawa poboru przy kapitale docelowym w niemieckim Aktengesetz (§ 203 AktG)⁹³, która to ustawa służyła projektodawcom kodeksu spółek handlowych jako główne źródło inspiracji⁹⁴. Uzasadnia to bliższe przyjrzenie się rozwiązaniom przyjętym u naszego zachodniego sąsiada.

Wobec pozostawiającego szerokie pole dla interpretacji brzmienia ustawy oraz braku jednoznacznego stanowiska orzecznictwa⁹⁵, kwestia przesłanek obowiązujących przy wyłączeniu prawa poboru przez umocowany do tego zarząd jest przedmiotem ożywionej dyskusji w doktrynie.

⁹³ Szczegółowo na temat prawa poboru w ustawodawstwie i orzecznictwie niemieckim zob. A. R a d a n, [przyp. 12], pkt 2.1.; zob. też M. Maciąg, *Wybrane problemy wyłączenia prawa poboru w niemieckim prawie spółek*, „Studenckie Zeszyty Prawnicze UJ” 2001, z. 5, s. 73–82.

⁹⁴ Zob. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, [przyp. 14], s. 158.

⁹⁵ Brak jest orzeczenia dosłownie potwierdzającego lub negującego obowiązek sporządzenia przez zarząd dodatkowej opinii przy korzystaniu z upoważnienia do wyłączenia prawa poboru. W dotychczasowym orzecznictwie, zwłaszcza w orzeczeniu w sprawie *Siemens v. Nold*, obowiązku takiego nie sformułowano, jednakże BGH pozostawił niektóre kwestie (tj. te, które nie były w danym stanie faktycznym sporne) otwartymi.

Zgodnie z dominującym poglądem przy korzystaniu z umocowania zarząd podlega takim samym materialnym ograniczeniom, jakie obowiązują w przypadku wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie⁹⁶.

Spore różnice rysują się natomiast w kwestii ewentualnego obowiązku powtórnego przedłożenia przez zarząd opinii uzasadniającej wyłączenie prawa poboru w momencie skorzystania z udzielonego mu upoważnienia.

Część doktryny stoi na stanowisku, że zgodnie z obowiązującym stanem prawnym nie zachodzi wówczas konieczność przedłożenia dodatkowej opinii; wystarczające jest przedłożenie ogólnego sprawozdania na etapie udzielenia umocowania⁹⁷. Inny pogląd, wyrażony jeszcze przed orzeczeniem niemieckiego Federalnego Sądu Najwyższego (dalej: BGH) w sprawie *Siemens v. Nold*⁹⁸, opowiada się za istnieniem obowiązku sporządzenia na tym etapie (tj. udzielenia umocowania) szczegółowej opinii⁹⁹.

Zgodnie z innym poglądem ogólna rekomendacja zarządu udzielana walnemu zgromadzeniu przy udzielaniu upoważnienia nie jest wystarczająca z punktu widzenia ochrony interesów akcjonariuszy i dlatego konieczne jest przedłożenie opinii uzupełniającej na etapie skorzystania przez zarząd

⁹⁶ H. Hirtle, [przyp. 42], s. 104; U. Huffer, [przyp. 4], uw. do § 203, nb. 35; H. Fuchs, [przyp. 42], s. 1536; M. Lutter, *Bezugsrechtsausschluss...*, [przyp. 42], s. 862; M. Lutter, *Materielle...*, [przyp. 42], s. 411; R. Marsch-Barner, [przyp. 42], s. 213; J. Natterer, [przyp. 42], s. 1679; K. Quack, [przyp. 42], s. 261; W. Timm, [przyp. 42], s. 215; G. J. van Venrooy, [przyp. 42], s. 736.

⁹⁷ Tak H. Bungert, *Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht*, Neue Juristische Wochenschrift (dalej: NJW) 1998, s. 492; A. Cahn, *Pflichten des Vorstands beim genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluss*, ZHR 1999, s. 581–582; H.-Ch. Ihrig, *Genehmigter Kapital- und Bezugsrechtsauschluß*, „Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht” (dalej: NZG, dawniej WiB) 1997, s. 1182; R. Marsch-Barner, [przyp. 42], s. 214–215; J. Natterer, [przyp. 42], s. 1676; K. Quack, [przyp. 42], s. 264; obecnie również U. Huffer, [przyp. 4], uw. do § 203, nb. 37.

⁹⁸ „Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen” (dalej: BGHZ) 136, 133 = „Juristenzeitung” (dalej: JZ) 1998, s. 47 i n. z komentarzem M. Luttera; zob. też M. C. Kerber, *Anmerkung zu BGHZ 136, 133*, „Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” (dalej: DZWIR) 1998, s. 324 i n.; V. Röhrich, *Das Gesellschaftsrecht in der jüngsten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs*, w: *Gesellschaftsrecht 1997*, red. P. Hommelhoff, V. Röhrich, RWS–Forum 10, Köln 1998, s. 191 i n.; R. Volhard, *Das Gesellschaftsrecht in der jüngsten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs*, w: *Gesellschaftsrecht 1997*, [przyp. 98], s. 223; R. Volhard, „Siemens/Nold”: *Die Quittung zum Urteil des BGH vom 23.6.1997 betr. die Ermächtigung des Vorstands zur Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts*, AG 1998, s. 397 i n.; w literaturze polskiej zob. A. Radwan, [przyp. 12], pkt 2.1.3.2.5.

⁹⁹ Tak H. Becker, *Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Absatz 4 Satz 2 des Aktiengesetzes in der Fassung der 2. EG-Richtlinie*, BB 1981, s. 395.

z udzielonego upoważnienia¹⁰⁰.

Jeszcze inny pogląd uznaje, że wystarczające i jedynie celowe jest przedstawienie opinii jedynie przy samym wyłączeniu prawa poboru przez zarząd¹⁰¹. Dopiero bowiem w tym momencie możliwe jest podanie konkretnych motywów i okoliczności wyłączenia oraz ich zbadanie z punktu widzenia zachowania zasady proporcjonalności.

Najbardziej skrajne stanowisko neguje w ogóle istnienie obowiązku zarządu do przedłożenia opinii tak przy umocowaniu, jak i w jakimkolwiek innym, późniejszym momencie¹⁰². Pogląd ten opiera się na wykładni historycznej i wskazuje, że odesłanie zawarte w § 203 ust. 2 AktG jest starsze niż obowiązek przedłożenia opinii dodany do § 186 ust. 3 AktG dopiero w wyniku transformacji drugiej dyrektywy, a zatem obowiązek ten nie jest objęty odesłaniem¹⁰³.

Pogląd optujący za wymogiem przedłożenia opinii (także) przy skorzystaniu przez zarząd z udzielonego upoważnienia nie zyskał dotychczas akceptacji ze strony praktyki, która zadawała się rekomendacją przedstawioną na etapie udzielania upoważnienia. Również w tym kierunku zmierza orzecznictwo zapadłe po sprawie *Siemens v. Nold*¹⁰⁴.

2. Prawo europejskie

W prawie europejskim normą relewantną z punktu widzenia problematyki wyłączenia prawa poboru przez zarząd jest postanowienie art. 29 ust. 5 drugiej dyrektywy¹⁰⁵. Przepis ten w zakresie przesłanek umocowania ma

¹⁰⁰ Tak M. L u t t e r, w: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, red. W. Zöllner, t. 5/1 (§ 179–240 AktG), Köln–Berlin–Bonn–München 1995, uw. do § 203, nb. 22–23; W. T i m m, [przyp. 42], s. 211; K. S c h m i d t, *Gesellschaftsrecht*, Köln–Berlin–Bonn–München 1997, s. 909–910; do niedawna także U. H ü f f e r, [przyp. 4] uw. do § 203, nb. 36.

¹⁰¹ Tak H. H i r t e, [przyp. 42], s. 120 i n.; H. H i r t e, [przyp. 84], uw. do § 203, nb. 72–74; uprzednio także M. L u t t e r, *Bezugsrechtsausschluss...*, [przyp. 42], s. 863.

¹⁰² Tak G. J. v a n V e n r o o y, [przyp. 42], s. 737, 741.

¹⁰³ Na temat transformacji drugiej dyrektywy w prawie niemieckim zob. U. H ü f f e r, *Harmonisierung des aktienrechtlichen Kapitalschutzes — Die Durchführung der Zweiten EG-Richtlinie zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts*, NJW 1979, s. 1065 i n.

¹⁰⁴ Zob. orzeczenie Landesgericht Frankfurt am. Main (Commerzbank), ZIP 2001, s. 117.

¹⁰⁵ Pełna nazwa dyrektywy brzmi: druga dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich z 13 XII 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.WE nr L 26 z 31 I 1977 r., s. 1–13). Oficjalny tekst dyrektywy dostępny w Internecie pod adresem <http://www.europa.eu.int>. Polskie tłumaczenie opubli-

również — podobnie jak w prawie polskim i niemieckim — jedynie charakter normy odsyłającej. Z regulacji tej nie wynika zatem bezpośrednio obowiązek powtórnego składania akcjonariuszom sprawozdania na temat konkretnych okoliczności wyłączenia prawa poboru. Trzeba jednak pamiętać, że dyrektywa ustanawia w tej mierze standard minimalny¹⁰⁶ i dopuszcza podjęcie przez ustawodawcę krajowego dalej idących kroków legislacyjnych, mających na celu realizację celu przyświecającego omawianemu przepisowi dyrektywy, tj. w tym przypadku ochrony akcjonariuszy (mniejszościowych).

III. OPINIA ZARZĄDU

1. Uwagi wstępne

Zgodnie jednak z zaprezentowanym w niniejszym opracowaniu stanowiskiem opartym na przedstawionej powyżej analizie możliwych podstaw analogicznego stosowania art. 433 § 2 k.s.h. obowiązek informacyjny zarządu aktualizuje się przy wyłączeniu prawa poboru w ramach kapitału docelowego dwukrotnie: 1) przy okazji udzielenia umocowania przez walne zgromadzenie (ogólna rekomendacja)¹⁰⁷ oraz 2) przed skorzystaniem z przyznanego uprawnienia (szczegółowa opinia)¹⁰⁸. Treść pierwszego z wymienionych obowiązków omówiono wyżej w punkcie F. Specyfika obowiązku przedłożenia opinii uzupełniającej zostanie natomiast omówiona poniżej.

kowane w: *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie*, red. M. Safjan, Warszawa 1996. Na temat regulacji prawa poboru w drugiej dyrektywie zob. A. R a d w a n, [przyp. 12], pkt 3.2., a w szczególności 3.2.5.1.

¹⁰⁶ Por. opinia adwokata generalnego G. Tesauro w sprawie Siemens AG v. Henry Nold, niemiecka wersja opublikowana w: WM 1996, s. 2014; zob. też F. BageI, [przyp. 30], s. 343; H. Wiedemann, *Großkommentar...*, [przyp. 79], uw. do § 186, nb. 19; inaczej P. Kindler, *Bezugsrechtsausschluss und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Recht*, ZGR 1998, s. 43; P. Kindler, *Die sachliche Rechtfertigung des aktienrechtlichen Bezugsrechtsausschlusses im Lichte der Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft*, ZHR 1994, s. 354; W. Meilicke, *Vereinbarkeit der Inhaltskontrolle des Bezugsrechtsausschlusses mit europäischem Recht*, DB 1996, s. 513.

¹⁰⁷ Zob. szerzej w punkcie F.

¹⁰⁸ Przeciwno obowiązkowi uzasadnienia wyłączenia, ze wskazaniem na wymóg uzyskania zgody rady nadzorczej opowiedział się M. R o m a n o w s k i, [przyp. 69], s. 7.

2. Funkcje opinii

O ile w przypadku wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie (art. 433 § 2 k.s.h.) opinia zarządu pełni zasadniczo dwie funkcje, tj. umożliwia akcjonariuszom wyrobienie sobie zdania i podjęcie decyzji w kwestii planowanego wyłączenia prawa poboru oraz stanowi podstawę dla sądowej kontroli legalności wyłączenia¹⁰⁹, o tyle w przypadku opinii uzupełniającej sprawy przedstawiają się inaczej. Z natury rzeczy bowiem opinia ta nie ma na celu przekonania akcjonariuszy do określonego głosowania, gdyż decyzja w sprawie wyłączenia prawa poboru nie jest w ogóle w tym przypadku przedmiotem uchwały walnego zgromadzenia. Opinia uzupełniająca pełni natomiast przy wyłączaniu prawa poboru przez zarząd funkcję ostrzegawczą, umożliwiając akcjonariuszom podjęcie odpowiednich kroków mających na celu obronę ich praw przed nielegalnym wyłączeniem prawa poboru. Uzasadnienie legalności wyłączenia jest jednym z kryteriów, którym odpowiadać powinna prawidłowo sporządzona opinia zarządu.

Druga z funkcji opinii, tj. funkcja procesowa, aktualna jest w przypadku kapitału docelowego w takim samym zakresie, jak ma to miejsce przy wyłączeniu prawa poboru przez walne zgromadzenie.

Ponadto nie można wykluczyć, że w przypadku spółek publicznych przedstawienie opinii zarządu nastąpi łącznie z upublicznieniem informacji określonych w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi (art. 81 i n. p.p.o.p.w.)¹¹⁰.

3. Treść opinii

Opinia uzupełniająca ma być tym razem (tj. w odróżnieniu od opinii uzasadniającej udzielenie umocowania) szczegółowa; miarodajny jest standard obowiązujący dla zwyczajnego wyłączenia prawa poboru dokonywanego przez walne zgromadzenie¹¹¹.

4. Sposób ogłoszenia opinii

Podobnie jak w przypadku rekomendacji przedstawianej w związku z wyłączeniem prawa poboru przez walne zgromadzenie, również określenie

¹⁰⁹ Szczegółowo na ten temat zob. A. R a d w a n, [przyp. 41], s. 69–71.

¹¹⁰ Na temat relacji obowiązków informacyjnych zarządu do obowiązków publikacyjnych wynikających z p.p.o.p.w. zob. wyżej, punkt C.IV.

¹¹¹ Zob. A. R a d w a n, [przyp. 41], s. 71–72.

sposobu przedstawienia opinii uzupełniającej musi — w braku wyraźnej regulacji ustawowej — opierać się na funkcjonalnym potraktowaniu problemowej kwestii. O ile jednak w pierwszym z omówionych przypadków akcjonariusze zostają poinformowani o planowanym wyłączeniu prawa poboru przy okazji zwołania walnego zgromadzenia i ogłoszenia porządku obrad (art. 433 § 2 zd. k.s.h.), o tyle w warunkach kapitału docelowego ogłoszenie opinii jest jednocześnie momentem, od którego akcjonariusze mogą w ogóle powziąć wiadomość o możliwej ingerencji w ich prawa. Istotne jest, że dopiero od momentu powzięcia wiadomości o treści opinii akcjonariusze mogą podjąć kroki zmierzające do zapobieżenia nielegalnemu wyłączeniu prawa poboru. Wydaje się, że w braku osobnej regulacji ustawowej należy sięgnąć tutaj do art. 402 k.s.h. i przyjąć, że ogłoszenie opinii powinno nastąpić na trzy tygodnie przed planowanym wyłączeniem prawa poboru (art. 402 k.s.h.), w sposób obowiązujący dla zwoływania walnego zgromadzenia (z ułatwieniem wynikającym z art. 402 § 3 k.s.h.). Wydaje się, że zaaprobować należy dopuszczalność wyboru drogi poczty elektronicznej dla przesłania treści opinii zarządu¹¹². Opinia może zostać nadto opublikowana na stronie internetowej spółki¹¹³.

5. Wyjątki od obowiązku przedłożenia opinii

W wyjątkowych okolicznościach powtórne uzasadnianie wyłączenia prawa poboru przez zarząd może okazać się niecelowe. Z sytuacją taką będziemy mieć do czynienia wówczas, kiedy umocowanie zarządu do wyłączenia prawa poboru wystarczająco dokładnie określało zakres umocowania, tak że możliwa była kontrola legalności zamierzenia już na etapie upoważnienia zarządu. Oznacza to, że przed uchwałą upoważniającą zarząd musiał przedłożyć szczegółową opinię na temat planowanego wyłączenia prawa poboru odpowiadającą standardom obowiązującym dla wyłączenia prawa poboru przez walne zgromadzenie (art. 433 § 2 zd. 4 k.s.h.). Przyjąć należy, iż konieczne jest w takim przypadku wskazanie, że przedstawiana opinia jest ostateczną opinią w sprawie danego wyłączenia.

¹¹² Tak H. H i r t e, [przyp. 84], uw. do § 202, nb. 87, 112.

¹¹³ Jest to wyraźna tendencja związana z rozwojem technologii informatycznych; zob. propozycja nr 1 grupy roboczej SLIM w kwestii nowelizacji pierwszej dyrektywy o ogłoszeniach.

H. PODSUMOWANIE

Ekonomiczny sens instytucji kapitału docelowego wiąże się z jej elastycznością i możliwością szybkiego wykorzystania w miarę nadarzających się okazji na rynku. Wzgląd na elastyczność nie może jednak usprawiedliwiać utraty z pola widzenia również takich wartości, jak ochrona akcjonariuszy czy bezpieczeństwo obrotu. Z dużą rezerwą należy podchodzić do twierdzenia, zgodnie z którym kapitał docelowy służyć powinien uniknięciu ryzyka zaskarżenia uchwał¹¹⁴. Akcjonariusze są bowiem w szczególny sposób predysponowani do pełnienia funkcji „watchdog”; interesem relewantnym jest bowiem nie tylko interes danego akcjonariusza, lecz także zasada praworządności. Ponadto — ograniczając się już teraz do sytuacji prawnej akcjonariusza — ewentualna odpowiedzialność odszkodowawcza członków zarządu nie stanowi satysfakcjonującego surogatu dla mechanizmu kontrolnego sprawowanego przez akcjonariuszy. Problem opinii zarządu ściśle wiąże się z zagadnieniem materialnych przesłanek wyłączenia prawa poboru. Jeżeli by przyjąć, że zarząd nie ma obowiązku powtórnego przedkładania opinii na temat wyłączenia, wówczas przesłanka materialna stanowiłaby praktycznie w przeważającej liczbie przypadków wyłącznie kryterium przy kontroli dokonywanej *ex post*.

Ustawowy model kapitału docelowego nie jest na gruncie obowiązującego prawa skonstruowany w sposób jednoznaczny; brzmienie ustawy pozwala na różne interpretacje kwestii istnienia i zakresu obowiązków informacyjnych zarządu w związku z uchwaleniem i wykorzystaniem kapitału docelowego.

Przeprowadzona analiza wykazała, iż pożądany model kapitału docelowego powinien charakteryzować się:

- konwergencją w zakresie reżimów ochrony prawnej z uchwałami podejmowanymi przez walne zgromadzenie,
- brakiem obowiązywania przesłanek materialnych i w konsekwencji brakiem konieczności szczegółowego uzasadnienia na etapie uchwalenia kapitału docelowego,
- brakiem kontroli materialnej oraz występowaniem jedynie ograniczonych obowiązków informacyjnych na etapie udzielenia upoważnienia do wyłączenia prawa poboru przez zarząd,

¹¹⁴ Tak jednak m.in. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, [przyp. 14], s. 179.

— materialną kontrolą i występowaniem daleko idących obowiązków informacyjnych zarządu na etapie wykonawczym, tj. w związku z wyłączeniem prawa poboru przez zarząd.

Dokonując odpowiedniej wykładni przepisów ustawy należy przyjąć, że taki właśnie model występuje w polskim kodeksie spółek handlowych.

W niektórych kwestiach pożądana byłaby jednak interwencja ustawodawcy, zmierzająca w kierunku:

— skreślenia obowiązku umotywowania uchwały w przedmiocie uchwalenia kapitału docelowego (art. 445 § 1 *in fine* k.s.h.),

— doprecyzowania odesłania zawartego w art. 447 k.s.h. przez rozgraniczenie, które z przesłanek określonych w art. 433 § 2 k.s.h. znajdują zastosowanie na etapie udzielenia umocowania do wyłączenia prawa poboru (zapowiedzenie w porządku obrad, większość 4/5 głosów), które zaś na etapie wykonawczym, tj. przy skorzystaniu przez zarząd z udzielonego umocowania i faktycznym dokonaniu wyłączenia (przesłanka materialna, obowiązek przedłożenia opinii uzasadniającej wyłączenie).

W kontekście przeprowadzonych powyżej rozważań prawno-ekonomicznych¹¹⁵ można postawić pytanie, czy zaprezentowany model istotnie przyczynia się do odciążenia sądów, czy też przeciwnie, sprzyja wnoszeniu powództw ze strony mniejszości. Ustosunkowując się do tej kwestii należy zauważyć, że nawet jeśli przyjęcie proponowanego modelu nie spowoduje zmniejszenia liczby powództw, czy też wręcz spowoduje ich wzrost, to trend ten może okazać się tymczasowy w związku z wykształceniem się w przyszłości jasnej linii orzecznictwa. Ponadto ewentualnie mniejsza liczba powództw w systemie nie przewidującym obowiązku przedłożenia opinii przez zarząd nie jest korelatem nienaruszania praw mniejszości, lecz raczej niedochodzenia roszczeń wynikających z jego nadużyć, co nie może być powołane jako okoliczność usprawiedliwiająca obecną praktykę. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na trudności natury jurydycznej i praktycznej związane z wnoszeniem powództw odszkodowawczych nakierowanych na restytucję stanu sprzed naruszenia¹¹⁶.

Niezależnie od przedstawionych tu uwag za uzasadnione należy uznać prowadzenie dalszych poszukiwań optymalnego modelu ochrony mniejszości przy podwyższaniu kapitału przez zarząd, również takiego, który wymagał będzie dalej idącej interwencji ze strony ustawodawcy, lub — jeśli sądy zechcą się do tego posunąć — również ze strony judykatury.

¹¹⁵ Zob. wyżej, punkt B.I.

¹¹⁶ Zob. wyżej, punkt G.I.9.

Poszukiwania takie powinny skupić się na zidentyfikowaniu możliwych konfliktów interesów, do uregulowania których będzie można ograniczyć interwencję ze strony prawa. Ewidentnym przykładem takiego konfliktu interesów jest emisja na rzecz akcjonariusza większościowego i podmiotów z nim związanych, jak również — w spółkach o rozproszonym akcjonariacie — na rzecz podmiotów bliskich zarządowi.

Z czasem, w miarę wykształcenia się w doktrynie i praktyce zasad dotyczących obowiązków lojalności zarządu możliwe będzie położenie większego akcentu na ochronę przy pomocy standardów uczciwości.

W przypadku spółek giełdowych możliwe jest ponadto przesunięcie ciężkości na ochronę (wyłącznie) majątkową, tj. zapewnienie adekwatności ceny emisyjnej. W takich przypadkach możliwe jest wyłączenie dopuszczalności powództwa zmierzającego do unicestwienia (unieważnienie, uchylenie) uchwały ze względu na nieadekwatną cenę emisyjną na rzecz powództwa nakierowanego jedynie na kompensatę majątkową¹¹⁷. W takim przypadku odpadłaby również konieczność uprzedniego informowania akcjonariuszy — wystarczyłaby informacja *ex post*.

Praktyczny problem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych sprowadza się jednak często do niewspółmierności ryzyka i nakładów związanych z dochodzeniem ochrony prawnej w stosunku do wysokości straty i dochodzonego w związku z tym odszkodowania. Wysokość ta może być jednak całościowo znaczna, jeśli uwzględnić interesy wszystkich poszkodowanych akcjonariuszy łącznie. W kontynentalnych systemach prawnych, które w większości nie znają instytucji odpowiadającej amerykańskiej *class action*, dochodzenie odszkodowania napotyka jednak na znaczne trudności.

¹¹⁷ Zob. J. Vetter, *Ausweitung des Spruchverfahrens*, ZHR 2004, s. 33.