

Spis treści

| | |
|---|-----------|
| Wykaz skrótów | 15 |
| Akty prawne | 15 |
| Publikatory | 16 |
| Czasopisma | 17 |
| Inne | 18 |
| Słowo wstępne | 19 |
| Arkadiusz Radwan | |
| Sens i nonsens kapitału zakładowego — przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych | 23 |
| 1. Wprowadzenie | 23 |
| 2. Konflikty interesów wspólników i wierzycieli | 27 |
| 2.1. „Reguły gry” | 27 |
| 2.1.1. Kolejność zaspokojenia | 28 |
| 2.1.2. Zakres odpowiedzialności i kontrola ryzyka | 29 |
| 2.1.3. Zasady podziału nadwyżki | 29 |
| 2.1.4. Uprawnienia decyzyjne | 31 |
| 2.2. Możliwe działania wspólników na szkodę wierzycieli | 32 |
| 2.2.1. Dystrybucja majątku | 33 |
| 2.2.2. Zwiększanie zadłużenia | 34 |
| 2.2.3. Podejmowanie ekscesywnego ryzyka | 34 |
| 2.2.4. Niedokapitalizowanie | 38 |

| | |
|--|----|
| 2.3. Mechanizmy ograniczające oportunizm wspólników | 40 |
| 2.3.1. Przyszły koszt kapitału | 40 |
| 2.3.2. Mediatyzacja kontroli — rola zarządu | 41 |
| 2.3.3. Mechanizmy rynkowe a potrzeba normatywnej ochrony wierzycieli | 43 |
| 3. Potrzeba ustawowej ochrony z perspektywy różnych kategorii wierzycieli | 44 |
| 3.1. Kategorie wierzycieli | 44 |
| 3.2. Sytuacja wierzycieli kontraktowych o mocnej pozycji rynkowej | 44 |
| 3.3. Sytuacja wierzycieli kontraktowych o słabej pozycji rynkowej | 47 |
| 3.4. Sytuacja wierzycieli niedobrowolnych | 49 |
| 3.4.1. Wierzyciele deliktowi | 50 |
| 3.4.2. Wierzyciele publicznoprawni | 53 |
| 4. Ustawowa ochrona wierzycieli — strategie regulacyjne | 55 |
| 4.1. Strategia uczestnictwa | 56 |
| 4.2. Strategia standardów uczciwości | 57 |
| 4.3. Strategia normatywna | 58 |
| 5. Ochrona wierzycieli w oparciu o kapitał zakładowy | 59 |
| 5.1. Kapitał zakładowy — koncepcja i kontekst | 59 |
| 5.1.1. Zarys reżimu kapitału zakładowego | 59 |
| 5.1.2. Ochrona wierzycieli w Unii Europejskiej: od harmonizacji do... .. | 64 |
| 5.1.3. ... do konkurencji pomiędzy ustawodawstwami | 69 |
| 5.1.4. Tradycyjny system ochrony wierzycieli pod presją rynków kapitałowych | 71 |
| 5.2. Mankamenty ochrony wierzycieli przy użyciu kapitału zakładowego | 73 |
| 5.2.1. Arbitralność i „ryczałtowość” regulacji | 73 |
| 5.2.2. Wzrost kosztów tworzenia spółek i podwyższania kapitału | 74 |

| | |
|---|-----|
| 5.2.3. Zagrożenia dla realizacji postulatów koncepcji shareholder value | 75 |
| 5.2.4. Utrudnienie restrukturyzacji spółek | 76 |
| 5.2.5. Nieskuteczność w praktyce | 78 |
| 6. Ku nowemu modelowi ustawowej ochrony wierzycieli | 80 |
| 6.1. Czynniki wpływające na kształt pożądanego modelu ustawowej ochrony wierzycieli | 80 |
| 6.1.1. Postulat indywidualizacji ze względu na tradycje prawne | 82 |
| 6.1.2. Postulat indywidualizacji ze względu na rzeczywiste potrzeby wierzycieli | 83 |
| 6.1.3. Postulat ułatwienia finansowania spółek | 84 |
| 6.1.4. Postulat zapewnienia spójności systemowej | 86 |
| 6.2. Zmiana paradygmatów w ochronie wierzycieli a uwarunkowania historyczno-ustrojowe | 88 |
| 7. Wnioski i propozycje reform | 90 |
| 7.1. Wnioski dla ustawodawcy europejskiego | 90 |
| 7.2. Wnioski dla ustawodawcy krajowego | 93 |
| 7.2.1. Opcja I: Rezygnacja z instytucji kapitału zakładowego | 94 |
| 7.2.2. Opcja II: Reforma kapitału zakładowego | 97 |
| 8. Uwagi końcowe | 98 |
| Mirosław Cejmer, Kamil Zawicki | |
| Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominałowe) | |
| 1. Wprowadzenie | 101 |
| 2. System wartości nominalnej w prawie akcyjnym | 111 |
| 3. Akcje beznominałowe | 122 |
| 3.1. Uwagi wprowadzające | 122 |
| 3.2. Akcje pozornie i realnie beznominałowe | 123 |
| 3.2.1. Uwagi wprowadzające | 123 |
| 3.2.2. Akcje pozornie beznominałowe | 124 |
| 3.2.3. Akcje realnie beznominałowe | 126 |

Wykaz skrótów

Akty prawne

- AktG** — Aktiengesetz, niemiecka ustawa o spółce akcyjnej
- BGB** — Bürgerliches Gesetzbuch, niemiecki kodeks cywilny
- CA** — Companies Act — brytyjska ustawa o spółkach
- Cal.Gen.Corp.L.** — California General Corporation Law, prawo korporacyjne stanu Kalifornia
- Cod. Comm./Code de Commerce** — francuski kodeks handlowy
- druga dyrektywa/dyrektywa kapitałowa** — dyrektywa Rady WE 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi traktatu, w celu uzyskania ich równoważności dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału, Dz. Urz. WE nr L 026 z 30 stycznia 1977 r., s. 1 i n.
- Del.Gen.Corp. L.** — Delaware General Corporation Law, prawo korporacyjne stanu Delaware
- HGB** — Handelsgesetzbuch, niemiecki kodeks handlowy
- k.c.** — ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny, Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- k.h.** — rozporządzenie Prezydenta RP z dnia 26 czerwca 1934 r. — Kodeks handlowy, Dz. U. Nr 57, poz. 502
- k.p.c.** — ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego, Dz. U. Nr 43, poz. 296 z późn. zm.

- k.s.h.** — ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- M.B.C.A.** — Model Business Corporation Act, ustawa wzorcowa o korporacjach gospodarczych Amerykańskiej Rady Adwokackiej
- N.Y.B.Corp.L.** — New York Business Corporation Law, prawo korporacji gospodarczych stanu Nowy Jork
- OR** — Obligationenrecht, szwajcarskie prawo zobowiązań
- p.p.o.p.w.** — ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. Nr 118, poz. 754 z późn. zm.
- pr. up. i nap.** — ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. — Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz. U. Nr 60, poz. 535 z późn. zm.
- R.M.B.C.A.** — Revised Model Business Corporation Act, znowelizowana ustawa wzorcowa o korporacjach gospodarczych Amerykańskiej Rady Adwokackiej
- TUE** — traktat o Unii Europejskiej, podpisany dnia 7 lutego 1992 r. w Maastricht
- TWE** — traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, podpisany dnia 25 marca 1957 r. w Rzymie (poprzednio: traktat ustanawiający Europejską Wspólnotę Gospodarczą, obecna nazwa obowiązuje od wejścia w życie traktatu o Unii Europejskiej, tj. od 1 listopada 1993 r.)
- u. KRS** — ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym, tekst jedn. Dz. U. z 2001 r. Nr 17, poz. 209 z późn. zm.

Publikatory

- BGBL.** — Bundesgesetzblatt
- BGHZ** — Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
- Dz. U.** — Dziennik Ustaw
- Dz. Urz. UE** — Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
- Dz. Urz. WE** — Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich

OSNCP — Orzecznictwo Sądu Najwyższego (Izba Cywilna)
OSNKW — Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Karna i Izba
Wojskowa
OSP — Orzecznictwo Sądów Polskich
ECR — European Court Reports

Czasopisma

AG — Die Aktiengesellschaft
BB — Betriebs-Berater
CMLRev. — Common Market Law Review
DB — Der Betrieb
DStR — Deutsches Steuerrecht
EBLR — European Business Law Review
EBOR — European Business Organization Law Review
ECFR — European Company and Financial Law Review
EUZ — Zeitschrift für Europarecht
JZ — Juristen Zeitung
KPP — Kwartalnik Prawa Prywatnego
MoP — Monitor Prawniczy
NILR — Netherlands International Law Review
NJW — Neue Juristische Wochenschrift
NZG — Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
PiP — Państwo i Prawo
PPH — Przegląd Prawa Handlowego
PPW — Prawo Papierów Wartościowych
PS — Prawo Spółek
PUG — Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RGZ — Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW — Recht der Internationalen Wirtschaft
RPEiS — Ruch Prawny, Ekonomiczny i Społeczny
WM — Wertpapier-Mitteilungen
ZGR — Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR — Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht

ZIP — Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
ZNUJ — Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Jagiellońskiego

Inne

BGH — Bundesgerichtshof, niemiecki Federalny Sąd Najwyższy
ETS — Europejski Trybunał Sprawiedliwości
EWG — Europejska Wspólnota Gospodarcza
KPWiG — Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
nb — numer brzegowy
RG — Reichsgericht, Sąd Najwyższy Rzeszy Niemieckiej
SN — Sąd Najwyższy
WE — Wspólnoty Europejskie
UE — Unia Europejska

Arkadiusz Radwan

Sens i nonsens kapitału zakładowego — przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych

1. Wprowadzenie

Od jakiegoś czasu toczy się w Europie dyskusja na temat zalet i wad instytucji kapitału zakładowego jako środka ochrony wierzycieli¹. Ulokowanie tej dyskusji na forum europejskim jest zasad-

* Dr Arkadiusz Radwan jest dyrektorem zarządzającym the European Centre for Comparative Commercial and Company Law (c-law.org) oraz wykładowcą w Krakowskiej Szkole Wyższej im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, obecnie pracuje jako Hauser Research Scholar na New York University School of Law. Wszelkie uwagi i komentarze ze strony Szanownych Czytelników są mile widziane i mogą być kierowane drogą elektroniczną na adres radwan@c-law.org.

¹ Zob. przykładowo J. Rickford, *Reforming Capital, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, EBLR 2004, s. 919; L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules*, Cornell Law Review 2001, s. 1165; P.O. Mühlert, M. Birke, *Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?*, EBOR 2002, s. 695; J. Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, The Modern Law Review 2000, s. 355; F. Kübler, *The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets (w:) Capital Markets and Company Law*, red. K.J. Hopt, E. Wymeersch, Oxford University Press 2003, s. 95; F. Kübler, *A Comparative Approach to Capital Maintenance: Germany*, EBLR 2004, s. 1031; H. Merkt, *Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, EBLR 2004, s. 1045; W. Schön, *The Future of Legal Capital*, EBOR 2004, s. 429; J. Simon, *A Comparative Approach to Capital Maintenance: France*, EBLR 2004, s. 1037; W. Schön,

ne, gdyż system kapitału zakładowego — przynajmniej w odniesieniu do spółek akcyjnych — został skodyfikowany na szczeblu europejskim za pomocą drugiej dyrektywy, zwanej również dyrektywą kapitałową.

Obecnie *ratio* utrzymania w mocy postanowień drugiej dyrektywy jest podważane zarówno ze względów merytorycznych, tj. dotyczących przyjętych przez nią rozwiązań prawnych (krytyka instytucji kapitału zakładowego)², jak i ze względów konstytucyjnych (zasada subsydiarności — art. 5 TWE, uprzednio art. 3b)³ oraz względów polityki prawa (blokowanie konkurencji pomiędzy ustawodawstwami⁴, opieszałość procesu legislacyjnego⁵, pozorność harmonizacji⁶).

Die Zukunft der Kapitalaufbringung/-erhaltung, Der Konzern 2004, s. 162. Zob. W. Schön, *Wer schützt den Kapitalschutz*, ZHR 2002, s. 1; H. Merkt, *Der Kapitalschutz in Europa — ein rocher de bronze?*, ZGR 2004, s. 305; P.O. Mülbart, *Zukunft der Kapitalaufbringung/Kapitalerhaltung*, Der Konzern 2004, s. 151; M. Bauer, *Gläubigerschutz durch eine formelle Nennkapitalziffer — Kapitalgesellschaftsrechtliche Notwendigkeit oder überholtes Konzept?*, Frankfurt am Main 1995.

² Zob. niżej, przyp. 162 i 163.

³ Zmiana w zakresie podstaw kompetencyjnych nastąpiła od wejścia w życie traktatu z Maastricht, który doprowadził do przyjęcia zasady subsydiarności (pomocniczości), zgodnie z którą „w dziedzinach, które nie należą do jej kompetencji wyłącznej, Wspólnota podejmuje działania, zgodnie z zasadą pomocniczości, tylko wówczas i tylko w takim zakresie, w jakim cele proponowanych działań nie mogą być osiągnięte w sposób wystarczający przez państwa członkowskie, natomiast z uwagi na rozmiary lub skutki proponowanych działań możliwe jest lepsze ich osiągnięcie na poziomie Wspólnoty” oraz „działanie Wspólnoty nie wykracza poza to, co jest konieczne do osiągnięcia celów niniejszego Traktatu”. Powołując się na zasadę subsydiarności Niemcy próbowały przez pewien czas podważyć legitymację Wspólnoty do wydania trzynastej dyrektywy o przejęciach; zob. W. Schön, *Gemeinschaftsrecht nach Maastricht — Art. 3b EGV und das europäische Gesellschaftsrecht*, ZGR 1995, s. 9.

⁴ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, KPP 2002, z. 2, s. 502.

⁵ Proces legislacyjny we Wspólnocie jest zawsze bardzo czasochłonny, co uniemożliwia szybką reakcję, niezwykle potrzebną w tak dynamicznej i wielopłaszczyznowej materii, jaką jest prawo spółek; zob. E. Niederleithinger, *Gesetzliches Garantiekapital als Problem europäischer und deutscher Rechtspolitik*, AG 1998, s. 378.

⁶ Efekt harmonizacyjny często jest pozorny, gdyż prowadzi jedynie do harmonizacji „prawa na papierze” (ang. *law on books*), nie zaś rzeczywistego stosowania prawa (ang. *law in practice*), co jest widoczne chociażby przy praktycznym stosowaniu przepisów drugiej dyrektywy o wkładach niepieniężnych; zob. H. Halbhuber, *National Doctrinal Structures and European Company Law*, CMLRev. 2001, s. 1406, zwłaszcza przyp. 109.

Niedawno krytycznie o rozwiązaniach przyjętych w drugiej dyrektywie wypowiedziała się brytyjska grupa ekspercka kierowana przez Profesora Jonathana Rickforda⁷. Na szczęblu europejskim krytyka drugiej dyrektywy zaowocowała powołaniem kolejno dwóch grup eksperckich: Grupy Roboczej SLIM⁸ oraz tzw. High Level Group of Company Law Experts⁹, które zgłosiły propozycję rewizji obowiązującego systemu¹⁰. Implementacja drobnych korekt drugiej dyrektywy znalazła się następnie wśród priorytetowych celów krótkoterminowych przyjętych przez Komisję Europejską w jej *Action Plan to Move Forward*¹¹, a następnie w projekcie nowelizacji drugiej dyrektywy¹². W średnim terminie Komisja zapowiada przeprowadze-

⁷ Zob. J. Rickford, *Reforming Capital...*, s. 919. Zob. też wcześniejsze opracowania: The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law For a Competitive Economy, Company Formation and Capital Maintenance*, DTI 1999, URN99/1145; The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law For a Competitive Economy, Final Report*, DTI 2001, URN01/942, dokumenty dostępne w internecie na stronie www.dti.gov.uk/cld/review.htm; zob. też E. Micheler, *Gläubigerschutz im englischen Gesellschaftsrecht. Reformvorschläge und Implikationen für Europa*, ZGR 2004, s. 330 i n.

⁸ Company Law SLIM Working Group, *Recommendations by The Company Law Slim Working Group on the simplification of the First and Second Company Law Directives*, dokument dostępny w internecie pod adresem: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/6037en.pdf; na temat propozycji SLIM zob. E. Wymeersch, *European Company Law: The "Simpler Legislation for the Internal Market" (SLIM) initiative of the EU Commission*, Working Paper Series WP 2000-09, dostępny w internecie na stronie www.law.rug.ac.be/fli/WP/WP20000-pdf/wp2000-09.pdf; T. Drygala, *Die Vorschläge der SLIM-Arbeitsgruppe zur Vereinfachung des Europäischen Gesellschaftsrechts*, AG 2001, s. 291; H. Kallmeyer, *Schlankheitsstruktur für das EU-Gesellschaftsrecht*, AG 2001, s. 406; E.-A. Baldamus, *Reform der Kapitalrichtlinie*, Köln-Berlin-Bonn-München 2002.

⁹ High Level Group of Company Law Experts, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels 2002 — dokument dostępny w internecie na stronie Komisji Europejskiej pod adresem: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_en.pdf, dalej cytowany jako HLG, *Report*.

¹⁰ Zob. na ten temat A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 490-493.

¹¹ *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*, COM (2003) 284 final; zob. też: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern, dalej cytowany jako „Action Plan”; zob. K. Oplustil, P. Wiórek, *Aktualne tendencje w europejskim prawie spółek — orzecznictwo ETS i planowane działania prawodawcze*, PPH 2004, nr 5, s. 6-8.

¹² Projekt z 21 września 2004, COM (2004) final; zob. omówienie: J. Napierała, T. Sójka, *Projekt modernizacji dyrektywy kapitałowej*, s. 379 i n. niniejszego tomu; K. Oplustil, *Wkłady niepieniężne w prawie europejskim i polskim — zdolność aportowa, zabezpieczenie należytej wyceny, ukryte aporty* s. 179 i n. niniejszego tomu; zob. też niżej, pkt 5.1.2.

nie badań nad celowością odstąpienia od regulacji opartej na kapitale zakładowym na rzecz alternatywnego modelu ochrony wierzycieli bazującego głównie na elastyczniejszym teście wypłacalności (ang. *solvency test*)¹³.

Z zadowoleniem należy odnotować, że toczona z coraz większym rozmachem dyskusja na temat wad i zalet kapitału zakładowego przeniosła się ostatnio również na grunt polski¹⁴.

Kreśląc poniższe słowa autor niniejszego opracowania pragnie uczynić przyczynek do tej dyskusji poprzez dokonanie ekonomicznej analizy strategii regulacyjnych oraz systemów ochrony wierzycieli, zwłaszcza systemu bazującego na kapitale zakładowym, w świetle konfliktu interesów pomiędzy wierzycielami a wspólnikami spółek kapitałowych oraz zasad, w których konflikt ten jest osadzony.

Ponieważ obowiązującym w Polsce i w Europie (przynajmniej w odniesieniu do spółek akcyjnych) modelem ochrony wierzycieli jest system oparty na konstrukcji kapitału zakładowego oraz z uwagi na okoliczność, że tocząca się obecnie w Europie dyskusja nad sensem utrzymania *status quo* stanowi asumpt do powstania niniejszego opracowania, konstrukcja przyjęta dla dalszego wywodu uwzględnią prominentną rolę kapitału zakładowego jako środka ochrony wierzycieli w tradycji kontynentalnoeuropejskiej.

Wywód otwiera szczegółowa analiza interesów widzianych przede wszystkim z perspektywy odpowiednio wspólników¹⁵ i wierzycieli¹⁶. W ten sposób będzie możliwe ustalenie, czy i w jakim zakresie potrzebna jest interwencja ze strony ustawodawcy. Następnie dokonana zostanie prezentacja różnych możliwych strategii regulacyjnych, które może przyjąć ustawodawca „komponując” system ochrony wierzycieli¹⁷. Na tym tle zostanie w dalszej kolejności przedstawiony zarys obecnego reżimu kapitału zakładowego w szerszym

¹³ Zob. Action Plan, s. 18; zob. też niżej, pkt 6.1.3.

¹⁴ Zob. znakomite opracowanie monograficzne A. Opalskiego, *Kapitał zakładowy, zysk, umorzenie*, Warszawa 2002; zob. też A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 435.

¹⁵ Zob. niżej, pkt 2.

¹⁶ Zob. niżej, pkt 3.

¹⁷ Zob. niżej, pkt 4.

kontekście regulacyjnym ze szczególnym uwzględnieniem następujących w ostatnim czasie zmian otoczenia prawno-ekonomicznego oraz propozycji nowelizacyjnych¹⁸. Następnie dokonana zostanie krytyczna analiza funkcjonalności kapitału zakładowego jako środka ochrony wierzycieli¹⁹. W oparciu o obserwacje wynikające z owej krytyki zostaną w dalszej kolejności sformułowane postulaty, które powinny zostać uwzględnione przy tworzeniu alternatywnego systemu ochrony wierzycieli²⁰. Na bazie tych postulatów przedstawione zostaną następnie konkretne propozycje reform legislacyjnych²¹.

2. Konflikty interesów wspólników i wierzycieli

2.1. „Reguły gry”

Interesy wspólników i wierzycieli spółki kapitałowej wykazują pewną ograniczoną zbieżność: każda z wymienionych grup jest zainteresowana sukcesem gospodarczym spółki, tj. osiągnięciem przez nią zysku, który stanowić będzie źródło dochodów wspólników (wzrost wartości praw udziałowych, dywidenda) oraz jednocześnie zabezpieczenie interesów wierzycieli przez powiększenie majątku, w szczególności majątku obrotowego, z którego dochodzić mogą zaspokojenia swoich wierzytelności, co obejmuje również dochód z kapitału w postaci odsetek. W pozostałym zakresie interesy wspólników i wierzycieli znajdują się wobec siebie w konflikcie, co wynika z okoliczności, że roszczenia wspólników i wierzycieli wobec spółki znajdują się wzajemnie w stosunku konkurencji; źródłem ich zaspokojenia pozostaje jeden i ten sam majątek spółki. Konflikt ten rozgrywa się na określonym tle, który jest wyznaczony przez cztery podstawowe „reguły gry” dotyczące odpowiednio: kolejności zaspokojenia (2.1.1), zakresu odpowiedzialności (2.1.2), zasad podzia-

¹⁸ Zob. niżej, pkt 5.1.

¹⁹ Zob. niżej, pkt 5.2.

²⁰ Zob. niżej, pkt 6.

²¹ Zob. niżej, pkt 7.

łu nadwyżki majątkowej (2.1.3) oraz alokacji uprawnień decyzyjnych (2.1.4). Zasady te stanowią źródło motywacji do określonych zachowań oraz determinują stopień skłonności do ryzyka wspólników i wierzycieli.

2.1.1. Kolejność zaspokojenia

Wierzyciele są zaspokajani z majątku spółki przed wspólnikami, których roszczenia w przypadku upadłości zostają zaspokojone na samym końcu. Oznacza to, że inny jest stopień ryzyka związany z kapitałem własnym pochodzącym od wspólników oraz kapitałem dłużnym pochodzącym od wierzycieli; kapitał własny „nosi” największe ryzyko prowadzonej działalności. Reguła ta znajduje zastosowanie również do przypadków złożonych, w których wspólnik jest jednocześnie kredytodawcą spółki dostarczającym jej środków stanowiących formalnie kapitał dłużny (np. pożyczka). W takiej sytuacji zastosowanie znajdują wykształcone w systemach wielu państw instrumenty prawne przewidujące degradację roszczenia wspólnika–kredytodawcy, tak że roszczenia pozostałych wierzycieli (zwyczajnych) są traktowane jako uprzywilejowane wobec roszczeń wspólników–kredytodawców (por. w Polsce art. 14 § 3 k.s.h.²²; w Niemczech § 32a, § 32b GmbH-Gesetz, § 135 Insolvenzordnung — kapitalersetzende Gesellschafterdarlehen²³).

Ta kolejność zaspokojenia z majątku spółki może skłaniać wspólników do dokonywania przesunięć majątkowych na swoją rzecz kosztem spółki, co uszczupla majątek pozostały wierzycielom. Zagrożenie takim działaniem jest aktualne z uwagi na rozkład kompetencji decyzyjnych w spółce (zob. niżej pkt 2.1.4). Sukces takiego transferu oznaczałby *de facto* odwrócenie kolejności zaspokojenia roszczeń na korzyść wspólników²⁴.

²² Zob. K. Oplustil, *Pożyczki wspólników udzielane spółkom kapitałowym. Analiza regulacji art. 14 par. 3 i art. 189 par. 2 k.s.h.*, Zakamycze 2001.

²³ Zob. *ibidem*, s. 45 i n.; K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., Köln–Berlin–Bonn–München 2002, s. 530 i n. oraz 1151 i n.

²⁴ Zob. P.O. Mülbart, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 709.

2.1.2. Zakres odpowiedzialności i kontrola ryzyka

Wspólnicy spółki kapitałowej nie odpowiadają osobistym majątkiem za zobowiązania spółki: majątek spółki jest oddzielony od majątków wspólników²⁵. Wspólnicy z góry określają zatem wysokość swojego ryzyka poprzez dokonanie wpłat na pokrycie obejmowanych praw udziałowych, co umożliwia im kontrolę wysokości własnego ryzyka gospodarczego. Należy jednak pamiętać, że wierzyciele — przynajmniej wierzyciele kontraktowi — również mają stosunkowo dużą kontrolę nad wysokością swojego gospodarczego ryzyka ustalając wysokość kredytu przyznanego spółce²⁶. Kontrola ryzyka przez wierzycieli odbywa się również w drodze jego wyceeny: wyższe ryzyko łączy się z pobieraniem wyższych odsetek od kapitału. Rozważając problem kontroli ryzyka przez wierzycieli nie można natomiast brać pod uwagę okoliczności, że większość dużych wierzycieli stanowią wierzyciele korporacyjni, a więc podmioty wykorzystujące również przywilej ograniczonej odpowiedzialności²⁷. Wynika to po pierwsze stąd, że zasady dotyczące kontroli ryzyka mają charakter ogólny i nie zależą od tożsamości wierzyciela oraz po drugie stąd, że od poszukiwania efektywnych rozwiązań w zakresie rozkładu ryzyka pomiędzy dłużnikiem a wierzycielem nie można się zwolnić poprzez odesłanie do wewnętrznej struktury odpowiedzialności tego ostatniego.

2.1.3. Zasady podziału nadwyżki

W przypadku likwidacji spółki majątek pozostały po spłacie wierzycieli podlega podziałowi pomiędzy wspólników. Wysokość majątku wypłacanego wspólnikom nie jest ograniczona żadnym

²⁵ Tego rodzaju separacja majątków jest określana w doktrynie amerykańskiej jako *defensive asset partitioning* w odróżnieniu od *affirmative asset partitioning*, która przejawia się w tym, że również wierzyciele osobiści wspólników nie mogą poszukiwać zaspokojenia swoich roszczeń w majątku spółki, zob. H. Hansmann, R. Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, Yale Law Journal 2000, s. 387.

²⁶ Zob. H. Halbhuber, *National...*, s. 1419.

²⁷ Tak jednak A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 488–489.

górnym limitem, co oznacza, że przypada im cała wypracowana nadwyżka. Nadwyżka ta nie jest z góry określona, zależy jedynie od sukcesu przedsięwzięcia. Te same zasady dotyczą oczywiście nie tylko etapu likwidacji spółki (tj. podziału masy likwidacyjnej), ale też jej bieżącego funkcjonowania (tj. podziału zysku). Wynika stąd, że wspólnikom przypada cała, potencjalnie nieograniczona nadwyżka: bądź w sposób pośredni — poprzez wzrost wartości majątku spółki, stanowiącego „własność gospodarczą” wspólników, bądź też (w konsekwencji) bezpośrednio poprzez wypłatę dywidendy, bądź odkupienie akcji przez spółkę (*share buy-back*). Inaczej przedstawiają się perspektywy udziału w zysku wierzycieli — wysokość ich roszczeń jest bowiem z góry określona i opiewa na zwrot/zapłatę dłużnej sumy wraz z odsetkami, które stanowią ich wynagrodzenie z tytułu kredytowania dłużnika korporacyjnego. Z uwagi na sztywne ustalenie wysokości roszczenia²⁸ wierzycieli określa się w literaturze anglosaskiej terminem *fixed claimants*. Należy jednak odnotować, że granica pomiędzy inwestorami-udziałowcami (wspólnikami) a inwestorami-wierzycielami ulega stopniowemu zacieraniu, co jest widoczne zwłaszcza na przykładzie hybrydalnych instrumentów finansowych, takich jak obligacje z prawem pierwszeństwa czy obligacje zamienne na akcje. Interesującym przykładem są również niemieckie „prawa do przywilejów” (niem. *Genussrechte* — § 221 ust. 3 Aktiengesetz) dające swoim posiadaczom określone przywileje, w tym prawo do wypłat zależnych od zysku osiągniętego przez spółkę. Podobna forma znana jest prawu szwajcarskiemu (*Partizipations-scheine*)²⁹. Z drugiej strony interesująca jest konstrukcja akcji „umarzalnych” (ang. *retractable shares*), które emitowane są jedynie na czas określony.

²⁸ Sztywnego charakteru roszczenia nie podważa możliwość uzgodnienia wysokości odsetek w sposób ruchomy, zwłaszcza poprzez odniesienie do stopy procentowej ustalonej przez bank centralny. Decydującym elementem jest bowiem niezależność wysokości oprocentowania kredytu od sukcesu przedsięwzięcia spółki-dłużnika; wysokość ta, odzwierciedlająca wprawdzie ryzyko gospodarcze owego przedsięwzięcia, nie ulega zmianie w przypadku jego sukcesu.

²⁹ W polskim prawie istnieją namiastki tego typu instrumentów w postaci świadectw założycielskich (art. 355 k.s.h.) oraz świadectw użytkowych (art. 361 k.s.h.); zob. A. Szumański (w:) W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Bydgoszcz-Kraków 2002, s. 612–614.

2.1.4. Uprawnienia decyzyjne

Zgodnie z zasadami zarządzania spółką kapitałową to wspólnicy, a nie wierzyciele decydują o prowadzeniu spraw spółki. Dokonuje się to bezpośrednio poprzez wykonywanie praw korporacyjnych oraz pośrednio przez wybór (jak również możliwość odwołania) członków organów³⁰. Rozstrzygnięcie takie wydaje się logiczne, ponieważ oznacza ono, że decyzja ułożona jest w rękach tych, którzy z racji kolejności zaspokojenia roszczeń ponoszą największe ryzyko niepowodzenia spółki (zob. pkt 2.1.1) oraz przez wzgląd na nieograniczoną partycypację w nadwyżce (pkt 2.1.3.) są najbardziej zainteresowani maksymalizacją zysku. Z drugiej strony przyznanie wspólnikom uprawnień decyzyjnych oznacza pozostawienie im kontroli nad majątkiem, który stanowi substrat zabezpieczający interesy wierzycieli. W sytuacji braku osobistej odpowiedzialności ze strony wspólników zachodzi ryzyko podejmowania przez tych ostatnich działań mogących prowadzić do uszczuplenia majątku spółki kosztem wierzycieli. Dlatego też prawo przewiduje różnego rodzaju instrumenty ograniczające ingerencję wspólników w majątek spółki. Jednym z takich instrumentów wiążących majątek spółki jest instytucja kapitału zakładowego, który stanowi próg ograniczający transfery z majątku spółki do majątku wspólników. Dodatkowo możliwe jest przyznanie wierzycielom umownego prawa do kontroli spółki. Prowadzi to do częściowego ograniczenia zasady kontroli wspólników. Należy jednak zwrócić uwagę, że w sytuacji umownego przyznania wierzycielom daleko posuniętego prawa kontroli zarządu, tak że wierzyciel posiadający silną pozycję negocjacyjną przejmując faktyczną kontrolę nad spółką, możliwa jest modyfikacja zasad odpowiedzialności: reżimy prawne wielu państw rozwinęły bowiem konstrukcje tzw. dyrektorów faktycznych (ang. *de facto directors*, *shadow directors*, franc. *dirigents de fait*)³¹, którzy mogą być pociągnięci

³⁰ Szerzej na temat znaczenia ustawowej „delegacji” kompetencji do prowadzenia spraw spółki na zarząd oraz związanej z tym „mediatyzacji” kontroli czy też nawet rozdzielenia własności od kontroli zob. niżej, pkt 2.3.2.

³¹ W piśmiennictwie polskim na temat pojęcia organu faktycznego zob. T. Targosz, *Odpowiedzialność wspólnika wobec wierzycieli spółki*, PPH 2003, nr 4, s. 26.

do odpowiedzialności z tytułu kontynuacji działalności przez spółkę w sytuacji, kiedy ze względu na brak perspektyw wyjścia z kryzysu należało zaprzestać prowadzenia dalszej działalności przez spółkę (ang. *wrongful trading*, franc. *action en comblement du passif*)³². Modyfikacja zasad odpowiedzialności jest konsekwencją odstępstwa od zasady przysługiwania uprawnień decyzyjnych wspólnikom.

2.2. Możliwe działania wspólników na szkodę wierzycieli

Jak wspomniano powyżej, zbieżność interesów wspólników i wierzycieli jest ograniczona, co wynika z faktu, że roszczenia wspólników i wierzycieli są konkurencyjne w tym sensie, że źródło ich zaspokojenia stanowi jeden i ten sam majątek spółki. W interesie wierzycieli leży, aby wartość majątku spółki była jak najwyższa, co dotyczy w szczególności majątku obrotowego, który stanowi o bieżącej wypłacalności spółki — właściwości mającej podstawowe znaczenie dla przeważającej ilości wierzycieli. Jednocześnie wspólnicy mają interes w utrzymaniu majątku spółki na możliwie niskim poziomie, gdyż daje im to względnie największy zwrot z zainwestowanego kapitału. Mówiąc inaczej, wspólnicy uwzględniają alternatywny koszt kapitału — ekonomiczna racja pozostania środków w spółce istnieje tak długo, jak długo pozwala to oczekiwać zwrotu wyższego niż alternatywna inwestycja kapitałowa³³. Dlatego też wierzyciele i wspólnicy przykładają odmienną miarę do oceny tezauryzacji majątku w spółce: dla indywidualnych wierzycieli jest ona zasadniczo zawsze zjawiskiem pożądanym, podczas gdy dla wspólników tylko o tyle, o ile zwrot z pozostawionych w spółce środków co najmniej równoważy alternatywny koszt kapitału.

³² Zob. H. Merkt, *Der Kapitalschutz...*, s. 314; M. Habersack, D.A. Verse, *Wrongful Trading — Grundlage einer europäischen Insolvenzverschleppungshaftung?*, ZHR 2004, s. 188 i n. oraz s. 204.

³³ Założenie to jest pewnym uproszczeniem, ponieważ nie dokonuje rozróżnienia na wspólników-inwestorów oraz wspólników-przedsiębiorców, dla których kalkulacja alternatywnych kosztów kapitału ma mniejsze znaczenie z uwagi na brak płynności inwestycji oraz ograniczoną dywersyfikację inwestycji — zob. na ten temat J. Heiser, *Can Capital Market Law Approaches be Harmonised with Essential Principles of Company Law?*, EBLR 2000, s. 70.

Konflikt wspólników i wierzycieli staje się szczególnie widoczny w obliczu niewypłacalności spółki. Wówczas to z uwagi na pierwszeństwo roszczeń wierzycieli przed roszczeniami wspólników ci ostatni mają istotną motywację do dokonywania na swoją rzecz transferów z majątku spółki bądź też do podejmowania innych działań na szkodę wierzycieli.

2.2.1. Dystrybucja majątku

Najprostszym sposobem działania wspólników na szkodę wierzycieli jest transfer majątku spółki na rzecz wspólników. Transfer taki może dokonywać się w sposób otwarty bądź ukryty³⁴. Otwarta dystrybucja obejmuje wypłatę dywidendy oraz zakup przez spółkę akcji własnych. Transfer ukryty może dokonywać się poprzez transakcje *self-dealing*, tj. umowy zawierane pomiędzy spółką a wspólnikami na warunkach niekorzystnych dla spółki (odbiegających od rynkowych); szczególnym i stosunkowo powszechnym przypadkiem takich nadużyć jest zawyżanie wynagrodzenia dla wspólników lub osób z nimi powiązanych pełniących funkcje członków organów bądź pracowników spółki. Pośrednio podobny skutek wywiera również działalność konkurencyjna, polegająca na wykorzystaniu przez wspólników szans pojawiających się przed spółką, np. spółka prowadząca obrót nieruchomościami posiada wiedzę na temat atrakcyjnych ofert, które następnie są wykorzystywane przez wspólników „poza spółką”. Wszystkie te sposoby prowadzą do redukcji majątku spółki. W obliczu niewypłacalności sukces wspomnianych operacji oznacza w konsekwencji osiągnięcie efektu odwrócenia pierwszeństwa zaspokojenia.

³⁴ Na temat sposobów ukrytych wypłat na rzecz wspólników zob. T. Sójka, *Umowa przewidująca odprowadzanie zysku przez spółkę akcyjną a zasada utrzymania kapitału zakładowego*, s. 232 i n. niniejszego tomu.

2.2.2. Zwiększanie zadłużenia

Innym sposobem działania na szkodę wierzycieli jest zwiększanie zadłużenia spółki poprzez zaciąganie nowych zobowiązań. W ten sposób pogarsza się pozycja dotychczasowych wierzycieli, choć wpływ nowych zobowiązań na sytuację dotychczasowych wierzycieli zależy od stopnia zabezpieczenia zarówno starych, jak i nowych wierzytelności. Poprzez zwiększenie zadłużenia zmniejsza się udział kapitałów własnych w majątku spółki, co pozwala na osiągnięcie dźwigni finansowej zwiększającej rentowność inwestycji³⁵. Oczywiście kapitał dłużny ma również swoją cenę, jednakże kalkulacja ulega zmianie wobec groźby niepowodzenia przedsięwzięcia, a w konsekwencji niewypłacalności spółki, co wynika z faktu ograniczonej odpowiedzialności wspólników. Stąd też wspólnicy będą mieli szczególną skłonność do stosowania dźwigni finansowej przy finansowaniu projektów obarczonych szczególnym ryzykiem³⁶ (szerzej na ten temat zob. niżej, pkt 2.2.3).

Osobny problem stanowi kredytowanie spółki przez samych wspólników poprzez pozostawienie spółce środków będących formalnie kapitałem dłużnym, natomiast funkcjonalnie odpowiadającym kapitałowi własnemu. W niektórych systemach prawnych problem ten został jednak rozwiązany w ten sposób, że kapitały substytuujące kapitał własny są (generalnie bądź dopiero w przypadku upadłości) traktowane na równi z kapitałem własnym pod względem reżimu utrzymania kapitału zakładowego (por. art. 14 ust. 3 k.s.h.³⁷; § 32a, § 32b GmbH-Gesetz).

2.2.3. Podejmowanie ekscesywnego ryzyka

Bardziej wysublimowana może wydawać się metoda polegająca na sterowaniu ryzykiem. Omówienie tej metody wymaga porzucenia kilku uwag wyjaśniających.

³⁵ Zob. P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 711–12.

³⁶ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1169; P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 710.

³⁷ Przepis ten jest jednak o tyle niefortunnie sformułowany, że obejmuje jedynie kredytowanie wynikające z umowy pożyczki, co jest ujęciem zbyt wąskim.

Otóż należy pamiętać o rozkładzie szans i zagrożeń pomiędzy wspólników a wierzycieli wynikającym z „reguł gry”, zgodnie z którymi wspólnicy nie ponoszą odpowiedzialności, przypada im jednak potencjalnie nieograniczona nadwyżka majątku, podczas gdy wierzycielom przysługują roszczenia w z góry ustalonej wysokości³⁸. Taki układ w logiczny sposób warunkuje preferencje każdej z grup w zakresie ryzyka: wspólnicy będą skłonni ponieść wyższe ryzyko w zamian za perspektywę wyższego zysku, podczas gdy wierzyciele będą zainteresowani zaangażowaniem się przez spółkę w przedsięwzięcie mniej ryzykowne, pod warunkiem że daje ono szansę na zwrot odpowiadający co najmniej wysokości kredytu wraz z odsetkami. Przedstawiając tę zależność na przykładzie można wyobrazić sobie sytuację, w której spółka ma do wyboru następujące dwa przedsięwzięcia gospodarcze (inwestycja = 100)³⁹:

Przedsięwzięcie X

- ◆ spodziewany zwrot z inwestycji: 110
 - prawdopodobieństwo zwrotu: 100%
- **obiektywna** wartość przedsięwzięcia X: $110 \times 100\% = 110$

Przedsięwzięcie Y

- ◆ spodziewany zwrot z inwestycji — wariant I: 300
 - prawdopodobieństwo wariantu I: 50%
- ◆ spodziewany zwrot z inwestycji — wariant II: 50
 - prawdopodobieństwo wariantu II: 25%
- ◆ spodziewany zwrot z inwestycji — wariant III: 0
 - prawdopodobieństwo wariantu III: 25%
- **obiektywna** wartość przedsięwzięcia Y:
 $300 \times 50\% + 50 \times 25\% + 0 \times 25\% = 162,5$

³⁸ Zob. wyżej, pkt 2.1.

³⁹ Zob. także przykłady w: L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1169–70; P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 711.

Wynika stąd, że przedsięwzięcie Y przedstawia wyższą wartość niż przedsięwzięcie X — podmiot o neutralnym stosunku do ryzyka wybierze w związku z tym inwestycję Y.

Na tle obowiązujących „reguł gry” inaczej jednak przedstawiają się preferencje współników i wierzycieli.

Jeśli bowiem spółka inwestuje 100, z czego 80 stanowi kapitał dłużny (np. kredyt bankowy)⁴⁰, zaś 20 stanowi kapitał własny, wówczas sytuacja współników i wierzycieli będzie się przedstawiała w każdym z przypadków w sposób następujący:

Przedsięwzięcie X

Perspektywa **wierzyciela**

- ◆ Możliwy zwrot dla wierzyciela: 80 (ustalone z góry)
- ◆ Prawdopodobieństwo zwrotu długu: 100%
- ◆ Wartość inwestycji X dla wierzyciela: $80 \times 100\% = 80$

Perspektywa **wspólnika**

- ◆ Możliwy zysk dla wspólnika: $110 - 80 = 30$
- ◆ Prawdopodobieństwo zysku: 100%
- ◆ Wartość inwestycji X dla wspólnika: $30 \times 100\% = 30$

Przedsięwzięcie Y

Perspektywa **wierzyciela**

- ◆ Możliwy zwrot dla wierzyciela: 80 (ustalone z góry)
- ◆ Prawdopodobieństwo zwrotu długu:
50% (całość = 80), 25% (część = 50)
- ◆ Wartość inwestycji Y dla wierzyciela:
 $80 \times 50\% + 50 \times 25\% + 0 \times 25\% = 52,5$

Perspektywa **wspólnika**

- ◆ Możliwy zysk dla wspólnika: $300 - 80 = 220$
- ◆ Prawdopodobieństwo zysku: 50%
- ◆ Wartość inwestycji Y dla wspólnika: $220 \times 50\% = 110$

⁴⁰ Dla uproszczenia zakładam, że chodzi już o kwotę skapitalizowaną, tj. po uwzględnieniu odsetek.

Wynika stąd, że wierzyciel będzie preferował inwestycję X, ponieważ ma ona dla niego wartość 80, podczas gdy inwestycja Y przedstawia dla wierzyciela jedynie wartość 52,5. Odwrotnie wspólnik — będzie on preferował inwestycję Y, ponieważ ma ona dla niego wartość 110, podczas gdy inwestycja Y jest z jego perspektywy warta jedynie 30.

W przedstawionym przykładzie wspólnicy, którzy zasadniczo posiadają kompetencje decyzyjne w zakresie wyboru przedsięwzięcia⁴¹, będą skłonni zdecydować się na inwestycję Y, preferując tym samym przedsięwzięcie o wyższej wartości obiektywnej. Możliwe są jednak sytuacje, kiedy alternatywa przedstawiająca wyższą wartość z punktu widzenia wspólników (subiektywną), będzie miała jednocześnie niższą wartość w ujęciu ogólnospołecznym (obiektywną). Wybór takiego przedsięwzięcia będzie wówczas nie tylko szkodliwy dla wierzycieli, ale również szkodliwy społecznie⁴², ponieważ prowadzi do nieuzasadnionego, tj. gospodarczo nieusprawiedliwionego podejmowania ryzyka, przez co następuje suboptymalna alokacja zasobów.

Możliwe są jednak również sytuacje odwrotne, tj. takie, w których umowa pomiędzy wierzycielem a spółką ogranicza kompetencje decyzyjne tej ostatniej w zakresie wyboru inwestycji. W takiej sytuacji kredytodawca będzie skłonny preferować rozwiązanie, które da mu większe bezpieczeństwo, tj. będzie miało wyższą subiektywną wartość, nawet jeśli jego wartość obiektywna jest niższa niż wartość rozwiązań alternatywnych⁴³.

Na tle powyższych reguł partycypacji w zyskach wynikających z przedsięwzięcia oraz wynikających stąd preferencji w zakresie ryzyka należy dostrzegać sytuację wierzyciela, który udziela spółce kredytu. Ryzyko wierzyciela może zostać zredukowane przez ustanowienie odpowiednich zabezpieczeń, może być też zrekom-

⁴¹ Zob. szerzej, pkt 2.1.4.

⁴² Na temat kosztów społecznych zobacz fundamentalne opracowanie R.H. Coase, *The Problem of Social Cost*, *Journal of Law and Economics* 1960, vol. 3, s. 1.

⁴³ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1170.

pensowane poprzez ustalenie odpowiednio wyższych odsetek, odzwierciedlających antycypowane ryzyko. Zarówno zabezpieczenie, jak i wzrost odsetek powodują podrożenie kredytu dla spółki.

Wspólnicy mogą więc być skłonni do zachowań oportunistycznych w związku z zaciągnięciem kredytu. Oportunizm ten może występować zarówno przed/przy zawarciu umowy, jak i po jej zawarciu.

Oportunizm przy zawieraniu umowy (*ex ante*) polega na podaniu potencjalnemu wierzycielowi nieprawdziwych/niepełnych informacji na temat sytuacji finansowej spółki oraz perspektyw planowanego przedsięwzięcia.

Oportunizm po zawarciu umowy (*ex post*) polega na podejmowaniu ekscesywnego ryzyka poprzez realizację projektów o niższej wartości obiektywnej, ale wyższej subiektywnej. Wycena ryzyka przez wierzyciela znajdująca swoje odzwierciedlenie w wysokości odsetek czy rodzaju zabezpieczeń staje się wówczas nieaktualna, a ustalona cena kapitału (odsetki) oraz zabezpieczenia nieadekwatne⁴⁴.

2.2.4. Niedokapitalizowanie

Zbliżony do powyżej opisanego jest problem niedokapitalizowania (nieadekwatnej kapitalizacji)⁴⁵. W tej sytuacji spółka podejmuje działalność, obciążoną szczególnie dużym ryzykiem, mimo że majątek spółki nie jest w stanie pokryć zobowiązań wynikających z ewentualnego niepowodzenia przedsięwzięcia. Działania te mogą dotyczyć zwłaszcza przedsięwzięć niosących ryzyko powstania odpowiedzialności deliktowej, w tym odpowiedzialności za produkt czy szkody w środowisku naturalnym⁴⁶. W takich bowiem przypadkach potencjalni wierzyciele, tj. poszkodowani z tytułu popełnienia czynu niedozwolonego nie mają wyboru dłużnika deliktowego ani

⁴⁴ Zob. J. Armour, *Share Capital...*, s. 360.

⁴⁵ Zob. P.O. Mühlbert, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 710.

⁴⁶ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) 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 University Press 2004, s. 76.

wpływu na treść łączącego ich z nim stosunku prawnego⁴⁷. W ten sposób wykorzystując formę dającą ograniczenie osobistej odpowiedzialności wspólnicy dokonują eksternalizacji kosztów, tj. obarczenia nimi osób trzecich. Dodatkowo brak odpowiedzialności redukuje motywację do podejmowania działań ograniczających ryzyko wystąpienia szkody. W konsekwencji tworzy to klimat sprzyjający obniżeniu stopnia staranności poniżej racjonalnego i uzasadnionego ekonomicznie poziomu. Zgodnie z wykształconą w Stanach Zjednoczonych formułą matematyczną, zwaną formułą *Learned Hand*⁴⁸ poziom ten można ustalić poprzez odniesienie do ryzyka (prawdopodobieństwa) wystąpienia szkody oraz jej przewidywanych rozmiarów⁴⁹. Jeżeli koszt podjęcia działań zabezpieczających (KZ) przez potencjalnego sprawcę szkody jest niższy aniżeli iloczyn prawdopodobieństwa wystąpienia szkody (PS) i jej antycypowanej wysokości (WS), wówczas zgodnie z omawianą formułą działanie ma znamiona niestaranności/niedbalstwa, a więc może być podstawą odpowiedzialności deliktowej. Formuła *Learned Hand* uzasadniająca odpowiedzialność deliktową przedstawia się zatem następująco: $KZ < PS \times WS$ ⁵⁰.

Na płaszczyźnie motywacyjnej dotyczącej ewentualnego podjęcia działań przeciwdziałających wystąpieniu szkody lub ograniczających jej rozmiary potencjalny sprawca szkody rozważa więc

⁴⁷ Szerzej na ten temat zob. niżej, pkt 3.4.

⁴⁸ Formuła ta została zaproponowana przez sędziego o tym nazwisku w sprawie *United States v. Carroll Towing Co.*, 159 F.2d 169, 173 (2d Cir. 1947).

⁴⁹ Formuła ta służy pierwotnie ustaleniu wystąpienia niestaranności/niedbalstwa (*negligence*) jako przesłanki odpowiedzialności deliktowej. Formuła ta jest jednak obecnie krytykowana w piśmiennictwie amerykańskim jako przesłanka przyjęcia niestaranności/niedbalstwa, a przez to odpowiedzialności deliktowej; zob. R.W. Wright, *Hand, Posner, and the Myth of the "Hand Formula"*, *Theoretical Inquiries in Law* 2003, vol. 4, <http://ssrn.com/abstract=362800>; R.W. Wright, *Justice and Reasonable Care in Negligence Law*, *American Journal of Jurisprudence* 2002, s. 147. Krytyka ta, poparta obszernym materiałem empirycznym, dotyka jednak stosowania formuły jako narzędzia ustalenia niestaranności/niedbalstwa i w konsekwencji odpowiedzialności deliktowej. Krytyka ta nie dezaktualizuje zastosowania formuły dla obrazowania sfery motywacyjnej w konflikcie interesów wspólników i wierzycieli.

⁵⁰ R.S. Markovits, *Tort-Related Risk Costs and the Hand Formula for Negligence*, *University of Texas Law, Law and Economics Research Paper No. 036* (November 2004), s. 1, <http://ssrn.com/abstract=649724>.

ponoszone przez siebie koszty zabezpieczenia (KZ) zestawiając je z kosztem ich niepodjęcia (PS x WS), który — z uwagi na istnienie odpowiedzialności deliktowej — jest korelatem straty po stronie poszkodowanych⁵¹. Rachunek ten ulega zakłóceniu, jeżeli jego dolna część, tj. potencjalna odpowiedzialność jest *de facto* ograniczona w związku z wykorzystaniem formy spółki kapitałowej o nieadekwatnej kapitalizacji. Taki wynik kalkulacji skłania wspólników do podejmowania ekscesywnego, nieuzasadnionego społecznie ryzyka, ponieważ w przypadku sukcesu przedsięwzięcia wypracowany zysk przypada wspólnikom, podczas gdy w przypadku niepowodzenia finalny koszt jest przeniesiony na poszkodowanych⁵².

2.3. Mechanizmy ograniczające oportunizm wspólników

Zarysowane konflikty interesów oraz pokusa wspólników do działania na szkodę wierzycieli mogą być częściowo zredukowane przez mechanizmy rynkowe bądź też strukturę wewnętrzną wierzyciela korporacyjnego.

2.3.1. Przyszły koszt kapitału

W trakcie funkcjonowania spółki konflikt pomiędzy interesami wspólników a interesami wierzycieli jest łagodzony przez mechanizm rynkowy związany z powtarzalnością pewnych transakcji, co stymuluje uczestników obrotu do określonych działań/zaniechań⁵³. Wzgląd na stałość kontaktów handlowych dłużnika korporacyjnego z dostawcami, usługodawcami i instytucjami finansowy-

⁵¹ Całościowy rachunek powinien jednak uwzględnić dodatkowo ewentualną odpowiedzialność karną oraz — w zależności od systemu prawnego — ewentualnie odszkodowanie „karne”, tj. takie, które wykracza poza wysokość szkody, a więc pełniące funkcje inne, niż tylko kompensacyjne (np. amerykańskie *punitive damages*).

⁵² Zob. wyżej, pkt 2.1.3 oraz 2.2.3.

⁵³ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1170: „borrowing is a repeat game in the life of a company”; A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 485.

mi, zarówno w aspekcie strategicznym, jak i personalnym staje się czynnikiem motywującym spółkę do zachowania lojalności w kontaktach z wyżej wymienionymi podmiotami. To samo dotyczy stosunku spółki do jej pracowników. Zachowanie naruszające ustalone w obrocie zasady spowoduje utratę dostawców, odmowę dalszego kredytowania przez bank, osłabienie pozycji na rynku pracowniczym itd. Postępowanie takie w konsekwencji obróci się przeciwko samej spółce i jej wspólnikom, którzy w przyszłości będą pozbawieni dostępu do wyżej wymienionych dóbr/usług lub też będą mogli pozyskać je jedynie po znacznie wyższej cenie lub mniej dogodnych warunkach (wyższe odsetki, dodatkowe zabezpieczenia, brak odroczenia płatności itp.)⁵⁴.

2.3.2. Mediatyzacja kontroli — rola zarządu

Jak wspomniano, jednym z zagrożeń warunkujących konflikt wspólników i wierzycieli jest alokacja uprawnień decyzyjnych; leżą one po stronie wspólników⁵⁵. W spółkach kapitałowych, dla których jedną z charakterystycznych cech jest zorganizowanie w oparciu o organy, w szczególności zarząd⁵⁶, następuje oddzielenie własności od kontroli (ang. *separation of ownership and control*). Oddzielenie to jest najpełniejsze w spółkach publicznych o rozproszonym akcjonariacie. Zarząd takiej spółki, ciesząc się prawną i faktyczną niezależnością pełni rolę łagodzącą w konfliktach pomiędzy wspólnikami a wierzycielami. Zarząd spółki stojącej na krawędzi upadłości będzie — w porównaniu do wspólników — mniej skłonny do podejmowania ekscesywnego ryzyka z kilku względów. Po pierwsze, działanie takie może pociągnąć za sobą odpowiedzialność z tytułu niezgłoszenia wniosku o upadłość w należytym, określonym ustawowo terminie (por. art. 299 k.s.h. w zw. z art. 21 ust. 2, art. 10 i art. 11 pr. up.

⁵⁴ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1170–71; R.A. Posner, *The Rights of Creditors of Affiliated Companies*, University of Chicago Law Review 1976, s. 504; P.O. Müllbert, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 712.

⁵⁵ Zob. wyżej, pkt 2.1.4.

⁵⁶ Zob. H. Hansmann, R. Kraakman (w:) *The Anatomy...*, s. 11.

i nap.⁵⁷,⁵⁸ § 64 ust. 1 GmbH-Gesetz, § 92 ust. 2 Aktiengesetz — Insolvenzverschleppungshaftung⁵⁹), czy też prowadzenia dalszej działalności w sytuacji, kiedy popadnięcie spółki w niewypłacalność stało się nieuniknione (*wrongful trading* — sec. 214 Insolvency Act⁶⁰; *action en comblement du passif* — art. L 624-3 code de commerce⁶¹). Ponadto członkowie zarządu są związani ze spółką znacznie ściślej niż akcjonariusze-inwestorzy na rynku kapitałowym. Inwestycja członków zarządu, którą stanowią czas, zaangażowanie, pewne specyficzne umiejętności i wiedza (*human capital*) nie jest bowiem ze swej natury płynna i nie podlega dywersyfikacji. Stąd też upadłość spółki oznacza dla zarządu w najlepszym przypadku utratę miejsca pracy. Dodatkowo nie bez znaczenia jest uszczerbek reputacji na rynku menedżerskim⁶². Ponadto w niektórych systemach prawnych (zob. w Polsce art. 373–377 pr. up. i nap.⁶³, w Wielkiej Brytanii Company Directors Disqualification Act z 1986 r.⁶⁴) możliwe jest sądowe orzeczenie zakazu pełnienia funkcji w organach spółek kapitałowych („dyskwalifikacja”, ang. *Directors’ disqualification*) w związku z określonymi enumeratywnie lub objętymi klauzulą generalną naruszeniami obowiązków członka zarządu. Instrument ten pełni zarówno funkcję prewencji indywidualnej, jak i prewencji generalnej.

⁵⁷ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. — Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz.U. Nr 60, poz. 535).

⁵⁸ Zob. A. Karolak, *Odpowiedzialność członków zarządu za zobowiązania spółki z o.o. na podstawie art. 299 k.s.h.*, PS 2002, nr 9; A. Mariański, A. Karolak, *Odpowiedzialność członków zarządu za zobowiązania spółki z o.o. w świetle przepisów prawa handlowego i podatkowego*, Warszawa 2004, s. 21 i n.

⁵⁹ Zob. K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, s. 1083 i n.

⁶⁰ Na temat brytyjskiej konstrukcji *wrongful trading* zob. H. Hirt, *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, ECFR 2004, s. 71; T. Bachner, *Wrongful Trading — A New European Model for Creditor Protection?*, EBOR 2004, s. 293; M. Habersack, D.A. Verse, *Wrongful Trading...*, s. 175.

⁶¹ Zob. M. Habersack, D.A. Verse, *Wrongful Trading...*, s. 202.

⁶² Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1171.

⁶³ Zob. S. Gurgul, *Prawo upadłościowe i naprawcze. Komentarz*, wyd. 5, Warszawa 2004, komentarz do art. 373–377; F. Zedler (w:) A. Jakubecki, F. Zedler, *Prawo upadłościowe i naprawcze*, Zakamycze 2003, komentarz do art. 373–377.

⁶⁴ Zob. P. Davies, *Legal Capital in Private Companies in Great Britain*, AG 1998, s. 351–352; B. Clark, *Company Directors’ Disqualification: the New Regime*, Business Law Review 2003, nr 3, s. 54.

2.3.3. Mechanizmy rynkowe a potrzeba normatywnej ochrony wierzycieli

Podniesione okoliczności „łagodzące” nie stanowią jednak wystarczającej ochrony wierzycieli przed oportunistycznym zachowaniem ze strony współników. W szczególności dotyczy to sytuacji, kiedy spółka znajduje się na skraju niewypłacalności — wówczas bowiem, wobec nikłych perspektyw kontynuacji działalności, osłabieniu ulega argument nawiązujący do dbałości o zaufanie stałych kontrahentów. Podobnie argument o zwiększonej lojalności wobec wierzycieli z uwagi na mediatyzację kontroli współników (zarząd) może okazać się nieaktualny w sytuacjach, kiedy oddzielenie własności od kontroli jest tylko iluzoryczne, jak to ma miejsce zwłaszcza w zamkniętych spółkach prywatnych o ograniczonej liczbie akcjonariuszy⁶⁵ oraz spółkach zdominowanych przez akcjonariusza większościowego, zwłaszcza tych będących spółkami zależnymi w koncernie⁶⁶ — w tych sytuacjach bowiem zarząd będzie powolny wskazówkom współników lub też nawet, jak to ma miejsce często zwłaszcza w spółkach zamkniętych, członkami zarządu będą sami współnicy. Argument, że również w małych spółkach względ na reputację współników/zarządców będzie pełnił znaczącą funkcję łagodzącą konflikty interesów pomiędzy współnikami a wierzycielami⁶⁷, należy uznać za trafny tylko w ograniczonej liczbie przypadków.

W zaistniałej sytuacji zachodzi konieczność dodatkowej ochrony. Ochrona ta może mieć charakter umowny bądź ustawowy. Zgodnie z postulatami liberalizmu gospodarczego uznać należy, że interwencja legislacyjna jest usprawiedliwiona jedynie wówczas, jeżeli ochrona ustawowa jest efektywniejsza od ochrony kontraktowej⁶⁸, co musi uwzględnić jej skuteczność oraz koszty. Ocena taka wymaga uprzedniego zbadania rzeczywistego zapotrzebowania wierzycieli na ustawową ochronę.

⁶⁵ Zob. H. Hirt, *The Wrongful...*, s. 75–76.

⁶⁶ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 74.

⁶⁷ Tak jednak L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1171.

⁶⁸ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 72.

3. Potrzeba ustawowej ochrony z perspektywy różnych kategorii wierzycieli

3.1. Kategorie wierzycieli

Wierzyciele nie stanowią homogenicznej grupy. Ich sytuacja oraz oczekiwania mogą się znacząco różnić; różnice mogą dotyczyć względnej siły rynkowej wierzyciela, stopnia profesjonalizmu, powtarzalności transakcji, wielkości wierzytelności, okoliczności powstania zobowiązania, wreszcie stosunku do ryzyka (skłonność, awersja). Wymienione okoliczności uzasadniają osobne omówienie sytuacji wierzycieli z podziałem na ich różne kategorie. Przedstawiony tu podział odbywa się według klucza odpowiadającego znaczeniu cywilnoprawnej swobody umów przy powstaniu zobowiązania dłużnika korporacyjnego. Wierzyciele kontraktowi o mocnej pozycji rynkowej (niżej pkt 3.2) korzystają ze swobody w stopniu pełnym, zarówno *de iure*, jak i *de facto*. Wierzycielom kontraktowym o słabej pozycji rynkowej (zob. niżej pkt 3.3) również przysługuje swoboda kontraktowa, jednakże w wielu przypadkach jest ona iluzoryczna i ogranicza się do możliwości zawarcia/niezawarcia umowy, bez realnego wpływu na jej treść. Podmioty należące do ostatniej kategorii — wierzyciele niedobrowolni (ang. *involuntary creditors*)⁶⁹ — (zob. niżej, pkt 3.4) w ogóle pozbawione są jakiegokolwiek wpływu na powstanie wierzytelności i osobę wierzyciela.

3.2. Sytuacja wierzycieli kontraktowych o mocnej pozycji rynkowej

Wierzycielami kontraktowymi o mocnej pozycji rynkowej są przede wszystkim banki oraz duzi kontrahenci, zwłaszcza dostawcy. Wierzyciele są w tej komfortowej sytuacji, że nie tylko mogą de-

⁶⁹ W odróżnieniu od wierzycieli kontraktowych, którzy mieli (co najmniej) swobodę (nie)kontraktowania, są więc wierzycielami „dobrowolnymi” (ang. *voluntary creditors*).

cydować o udzieleniu bądź nieudzieleniu spółce kredytu, ale również realnie wpływać na treść łączącego ich z dłużnikiem stosunku prawnego.

Istotne jest to, że wierzyciele o mocnej pozycji rynkowej są jednocześnie profesjonalistami, zawierane umowy cechują się często powtarzalnością oraz opiewają na duże kwoty. To wszystko sprawia, że względne koszty transakcyjne związane z zawieraniem umów kredytowych oraz wyceną i zabezpieczaniem wynikających z nich roszczeń są relatywnie niskie. Wynika stąd, że profesjonalni wierzyciele w ograniczonym zakresie narażeni są na oportunistyczny zachowanie dłużnika przy zawieraniu umowy, aktualne pozostaje natomiast ryzyko oportunistycznego zachowania dłużnika *ex post*, tj. po ustaleniu warunków i zawarciu umowy⁷⁰. Tu jednak możliwe jest zastrzeżenie na rzecz wierzyciela uprawnień kontrolnych.

Jeśli chodzi o sektor kredytów bankowych, w praktyce anglosaskiej wykształciły się specjalne klauzule ograniczające swobodę działań dłużnika. Klauzule te, inkorporowane do umów kredytowych (*bond covenants, debenture indentures*), uległy z czasem pewnej standaryzacji⁷¹. Na przykład klauzule te zobowiązują dłużnika do zachowania pewnych współczynników ekonomicznych (zachowania określonej proporcji kapitałów własnych do kapitału dłużnego, utrzymania określonej wysokości majątku obrotowego netto), ograniczają zaciąganie dalszych zobowiązań oraz ustanawianie zabezpieczeń na rzecz osób trzecich, ingerują w swobodę podejmowania decyzji inwestycyjnych, czy też nakładają obowiązek ubezpieczenia majątku lub jego części⁷². Zaletą tego rodzaju zabezpieczeń jest znacząca elastyczność, a więc możliwość ich dostosowania do danej sytuacji. Odróżnia to ograniczenia umowne od tych wynikających z regulacji kapitału zakładowego, które noszą znamiona arbitralności, traktując wszystkie spółki „ryczałtowo”, bez indywidualizacji

⁷⁰ Zob. P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 708–709; zob. też wyżej, pkt 2.2.3 *in fine*.

⁷¹ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 481, przyp. 100.

⁷² Zob. C.W. Smith Jr., J.B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, *Journal of Financial Economics* 1979, s. 118–119; P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 712, 723–724; L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1188; J. Armour, *Share Capital...*, s. 361; A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 481–482.

ze względu na specyfikę danej korporacji, przedmiot działalności, branżę itd⁷³. Dodatkowo *covenants* zastrzegają często określone obowiązki informacyjne, mające ułatwić wierzycielowi monitorowanie sytuacji finansowej dłużnika i przestrzegania przez niego warunków umowy⁷⁴. Naruszenie postanowień umowy zazwyczaj czyni dług natychmiast wymagalnym.

Omawiane typy klauzul umownych wykształcone w systemie *common law* stały się popularne również w krajach Europy kontynentalnej w dużej mierze za sprawą międzynarodowych kancelarii prawnych oraz banków⁷⁵.

Banki mogą zabezpieczać się także rzeczowo, choć jest to rzadziej stosowana forma w stosunku do największych kredytobiorców o ustalonej reputacji.

Dodatkowo banki mają dostęp do danych dotyczących sytuacji kredytowej dłużników gromadzonych przez specjalistyczne instytucje — biura informacji kredytowej⁷⁶.

Wynika stąd, że instytucje kredytowe są w stanie doskonale zabezpieczyć swoje interesy bez uciekania się do ochrony oferowanej przez kapitał zakładowy⁷⁷. Znalazło to również odzwierciedlenie w regulacjach dotyczących wyposażenia kapitałowego banków Bazylea II⁷⁸, które nie przywiązują wiele wagi do wysokości kapitału zakładowego jako wielkości determinującej bezpieczeństwo kredytów udzielanych dłużnikom korporacyjnym⁷⁹.

Należy także zwrócić uwagę, że nadmierny paternalizm ustawodawcy pozbawia kredytodawcę możliwości dostosowania warunków kredytu do własnych preferencji w zakresie ryzyka: niższe

⁷³ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 481.

⁷⁴ Zob. *ibidem*, s. 484.

⁷⁵ Zob. *ibidem*, s. 480.

⁷⁶ Przykładowo w Polsce funkcjonuje Biuro Informacji Kredytowej S.A. (www.bik.pl), którego akcjonariuszami są Związek Banków Polskich oraz większość bardziej znaczących banków działających na terenie RP.

⁷⁷ Zob. B. Walter, *Gesetzliches Garantiekapital und Kreditentscheidung der Banken*, AG 1998, s. 370.

⁷⁸ Basel II Capital Accord.

⁷⁹ Zob. W. Schön, *Wer schützt...*, s. 4.

zabezpieczenia pozwalają bowiem na ustalenie wyższego oprocentowania przekazanego dłużnikowi kapitału⁸⁰.

Podobnie mocna jest pozycja innych „silnych” wierzycieli dobrowolnych, którzy również mogą skutecznie chronić się przez kontrakt. W szczególności możliwa i często praktykowana jest sprzedaż z zastrzeżeniem własności⁸¹. Względne koszty takich zabezpieczeń są niskie z uwagi na profesjonalizm wierzycieli, powtarzalność transakcji oraz wysokość wierzytelności.

W konsekwencji należy uznać, że instrumenty umowne zapewniają wierzycielowi skuteczniejszą ochronę, która przez możliwość dostosowania do każdego indywidualnego przypadku nie musi wiązać się z nieuzasadnionymi ograniczeniami dla spółki.

Nie można również zapominać, że profesjonalni wierzyciele, zwłaszcza banki, sami decydują o wysokości wierzytelności, kontrolując tym samym własne ryzyko. Z tego punktu widzenia sytuacja wierzycieli kontraktowych jest podobna do sytuacji wspólników, którzy przez wniesienie wkładów na pokrycie kapitału również kontrolują rozmiar swojego ryzyka gospodarczego.

3.3. Sytuacja wierzycieli kontraktowych o słabej pozycji rynkowej

„Słabi” wierzyciele kontraktowi (drobni dostawcy, usługodawcy, pracownicy) posiadający ograniczone możliwości wyceny ryzyka oraz wynegocjowania adekwatnych zabezpieczeń lub też dla których podejmowanie takich negocjacji pociąga za sobą nieuzasadnione koszty transakcyjne ze względu na brak doświadczenia oraz stosunkowo nieznaczną wartość wierzytelności w stosunku do kosztów zabezpieczenia⁸² są często postawieni przed alternatywą: kon-

⁸⁰ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1188.

⁸¹ Zob. F. Kübler, *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt: Rechtsvergleichende Untersuchung der Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung in der BRD und in den USA, unter besonderer Berücksichtigung der mit der nennwertlosen Aktie verbundenen Vor- und Nachteile*, Köln 1989, s. 32.

⁸² Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 72.

trahować na warunkach dłużnika/nie kontrahować. Jeśli więc dostawa nie nastąpiła z zastrzeżeniem własności, drobni wierzyciele kontraktowi będą musieli liczyć na bieżącą wypłacalność dłużnika; z uwagi na przeważnie krótki horyzont czasowy⁸³ dane bilansowe nie są dla drobnego dostawcy tak istotne jak majątek obrotowy dłużnika⁸⁴.

Słabi wierzyciele kontraktowi mogą korzystać również z usług wywiadowych gospodarczych (biur informacji gospodarczej/kredytowej)⁸⁵ i agencji ratingowych⁸⁶, jednakże w niektórych przypadkach nawet takie nakłady mogą się okazać nieproporcjonalnie wysokie. W Polsce ramy prawne dla funkcjonowania biur informacji gospodarczej stanowi ustawa o udostępnianiu informacji gospodarczych⁸⁷. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na rejestry publiczne, takie jak wprowadzony ustawą o Krajowym Rejestrze Sądowym⁸⁸ rejestr dłużników niewypłacalnych (RDN)⁸⁹.

W piśmiennictwie zwraca się ponadto uwagę na wystąpienie tzw. efektu *freeride*, którego istotą jest korzystanie przez dane podmioty z działań (tu: zabezpieczeń) poczynionych przez inne podmioty. Korzyść dla drobnych wierzycieli kontraktowych miałaby tu polegać na tym, że ograniczenia dotyczące dystrybucji oraz inne rygory finansowe nałożone na dłużnika korporacyjnego przez dużego kredytodawcę (zwłaszcza bank) są jednocześnie korzystne dla pozostałych wierzycieli, ponieważ zapobiegają utrzymaniu majątku dłużnika na odpowiednim poziomie⁹⁰. Jednakże jeżeli bank jest zabezpieczony rzeczowo, wówczas konsekwencje takiego zabezpie-

⁸³ Zob. B. Manning, J.J. Hanks Jr., *Legal Capital*, wyd. 3, New York 1990, s. 100.

⁸⁴ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 481–482; P.O. Mülberr, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 713.

⁸⁵ W Polsce działa przykładowo InfoMonitor Biuro Informacji Gospodarczej S.A. (www.infomonitor.pl).

⁸⁶ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 485; P.O. Mülberr, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 714.

⁸⁷ Ustawa z dnia 14 lutego 2003 r., Dz.U. Nr 50, poz. 424.

⁸⁸ Ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym, tekst jedn. Dz.U. z 2001 r. Nr 17, poz. 209.

⁸⁹ Na temat RDN zob. L. Ciulkin, *Rejestr dłużników niewypłacalnych*, MoP 2001, nr 18, s. 918; L. Ciulkin, N. Kowal, *Wybrane problemy związane z funkcjonowaniem rejestru dłużników niewypłacalnych*, PPH 2001, nr 12, s. 38.

⁹⁰ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1172; P.O. Mülberr, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 714.

czenia dla drobnych wierzycieli są odwrotne, tj. negatywne. Również jednak w przypadku klauzul ingerujących w strukturę finansową dłużnika sytuacja drobnych wierzycieli może się pogorszyć w sytuacji, kiedy naruszenie *convenants* powoduje natychmiastową wymagalność wierzytelności zabezpieczonego podmiotu, co koliduje z interesami wierzycieli o roszczeniach jeszcze niewymagalnych.

Szczególną grupę słabych wierzycieli kontraktowych stanowią pracownicy. Wierzyciele ci są jednak dodatkowo chronieni szczególnymi przepisami należącymi do prawa pracy⁹¹. W Polsce ochrona taka jest realizowana poprzez Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych⁹², w którym uczestnictwo pracodawców jest obowiązkowe⁹³. Ponadto znaczenie mogą mieć inne przepisy szczególne dające pracownikom uprzywilejowaną pozycję w postępowaniu upadłościowym czy egzekucyjnym (por. art. 1025 § 1 pkt 3 i 6 k.p.c.).

Inną szczególną kategorią wierzycieli, dla których istnieje regulacja „branżowa”, są klienci biur podróży wykupujący pakiety wycieczkowe⁹⁴.

3.4. Sytuacja wierzycieli niedobrowolnych

Odrębną kategorię wierzycieli stanowią wierzyciele niedobrowolni. Ich szczególna pozycja wynika stąd, że nie mają oni żadnego wpływu na wybór osoby dłużnika, jego sytuację finansową, ani wysokość i moment powstania wierzytelności⁹⁵. Wierzyciele ci z oczywistych względów nie mogą ponadto chronić swoich interesów kontraktowo. Wśród wierzycieli niedobrowolnych można wyróżnić dwie kategorie: wierzycieli deliktowych i wierzycieli publicznoprawnych.

⁹¹ Zob. dyrektywa 80/987 z 20 października 1980 r. dotycząca ochrony roszczeń pracowniczych w przypadkach niewypłacalności pracodawcy.

⁹² Fundusz działa w oparciu o ustawę z 29 grudnia 1993 r. o ochronie roszczeń pracowniczych w razie niewypłacalności pracodawcy, Dz.U. z 1994 r. Nr 1, poz. 1 z późn. zm.

⁹³ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 486–487.

⁹⁴ Dyrektywa 90/314 z 13 czerwca 1990 r. o podróżach turystycznych za cenę zryczałtowaną.

⁹⁵ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 486.

To właśnie interes wierzycieli niedobrowolnych, głównie deliktowych przywołuje się najczęściej na usprawiedliwienie reżimu ochrony opartego na kapitale zakładowym⁹⁶.

3.4.1. Wierzyciele deliktowi

Najważniejszą grupę wśród wierzycieli niedobrowolnych stanowią wierzyciele deliktowi. Oczywiście wierzyciele deliktowi nie mają również wpływu na wybór dłużnika niekorporacyjnego, ponoszą więc przykładowo ryzyko poniesienia szkody, której sprawcą jest osoba fizyczna nieposiadająca żadnego majątku. Jednakże podnoszenie tego argumentu jako relatywizującego specyficzny charakter odpowiedzialności dłużników korporacyjnych wobec wierzycieli deliktowych byłoby nietrafne z co najmniej dwóch powodów⁹⁷. Po pierwsze, ryzyko wystąpienia szkody jest statystycznie większe w przypadku korporacji z uwagi na rozmiar prowadzonej działalności. Po drugie, właśnie w przypadku spółek pozwalających na ograniczenie odpowiedzialności wspólników zmniejsza się motywacja do podejmowania działań zapobiegających wystąpieniu szkody lub redukujących jej rozmiar, co dotyczy zwłaszcza spółek niedokapitalizowanych⁹⁸.

Z uwagi na brak normatywnego obowiązku adekwatnej kapitalizacji⁹⁹ trudno jednak mówić o kapitale zakładowym jako skutecznym mechanizmie ochrony wierzycieli deliktowych¹⁰⁰. Przez wzgląd na różnice pomiędzy branżami a nawet pomiędzy poszczególnymi przedsiębiorstwami trudno byłoby oczekiwać, aby ustawodawca w sposób generalny sformułował *ex ante* adekwatne progi

⁹⁶ Zob. M. Lutter, *Gesetzliches Garantiekapital als Problem europäischer und deutscher Rechtspolitik*, AG 1998, s. 376.

⁹⁷ Niejednoznacznie w tej mierze P.O. Mühlert, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 714-715.

⁹⁸ Zob. wyżej, pkt 2.2.4.

⁹⁹ Zob. niżej, pkt 5.2.5.

¹⁰⁰ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 486; J. Armour, *Share Capital...*, s. 371.

kapitału minimalnego¹⁰¹. W takiej sytuacji możliwym rozwiązaniem jest kontrola dokonywana *ex post*, skutkująca w wyjątkowych przypadkach zniesieniem ograniczonej odpowiedzialności wspólników, tj. tzw. odpowiedzialnością „przebijającą” (ang. *piercing/lifting corporate veil, disregarding legal entity*, niem. *Durchgriffshaftung*)^{102, 103}. Zaletą tej metody jest większa elastyczność i indywidualizacja, wadą natomiast ograniczona przewidywalność¹⁰⁴, zmniejszająca pewność co do prawa¹⁰⁵. Nawet w systemie amerykańskiego prawa spółek, gdzie istnieje stosunkowo znaczny dorobek judykatury, mający łącznie charakter prawotwórczy w zakresie instytucji *veil piercing*, sformułowanie generalnych przesłanek odpowiedzialności przebijającej napotyka na trudności¹⁰⁶. *Prima facie* można by mieć wątpliwości, czy w systemach prawnych należących do tradycji kontynentalno-europejskiej, gdzie rolą sądów jest przede wszystkim implementacja zamysłu ustawodawcy, sądy te będą w stanie zapewnić efektywne stosowanie odpowiedzialności przebijającej. Jednak bliższa analiza chociażby niemieckiego systemu prawa spółek, będącego *par excellence* systemem „kodeksowym”, prowadzi do wniosku, że tamtejsza judykatura poczyna sobie całkiem śmiało, wykraczając znacznie poza rolę egzekutora prawa i przyjmując na siebie istotną rolę

¹⁰¹ Zob. M. Lutter, *Vom formellen Mindestkapital zu materiellen Finanzierungsregeln im Recht der Kapitalgesellschaften* (w:) *Festschrift für S. Riesenfeld*, Heidelberg 1983, s. 169.

¹⁰² W literaturze polskiej ogólnie na temat odpowiedzialności „przebijającej” w prawie spółek zob. T. Targosz, *Odpowiedzialność...*, s. 23.

¹⁰³ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 489; J. Armour, *Share Capital...*, s. 372; L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1185; F. Kübler, *Aktie...*, s. 32–33.

¹⁰⁴ Zob. F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, University of Chicago Law Review 1985, s. 89; J. Freedman, *Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms*, *Modern Law Review* 2000, s. 342; G.H. Roth, *Zur „economic analysis” der beschränkten Haftung*, *ZGR* 1986, s. 372.

¹⁰⁵ Dodatkowo wskazuje się, że właśnie z uwagi na nieprecyzyjność przesłanek uzasadniających odpowiedzialność przebijającą wierzyciele nie mogą *ex ante* polegać na tego rodzaju instrumencie ochrony (tak P.O. Mühlert, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 725); okoliczność ta nie dyskredytuje jednak omawianej instytucji jako środka ochrony wierzycieli, gdyż przewidywalność jako cecha instytucji nie jest najistotniejszym elementem ochrony wierzycieli, co jest prawdziwe zwłaszcza w przypadku wierzycieli deliktowych.

¹⁰⁶ Zob. R. Thompson, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, *Cornell Law Review* 1991, s. 1036.

prawotwórczą¹⁰⁷. Wspomniana wątpliwość może być jednak uznana za uzasadnioną przykładowo w odniesieniu do nowych państw członkowskich Unii Europejskiej, zaliczanych do krajów postsocjalistycznych, w tym Polski. Obawa ta uzasadniona jest krótszym okresem rozwoju gospodarki rynkowej w tych krajach, istniejącym stanem rozwoju nauki o spółkach¹⁰⁸, mniejszym doświadczeniem sądów oraz pewnym konserwatyżmem w orzecznictwie¹⁰⁹.

Uzasadniając niedostateczny rozwój prawa spółek w zakresie ochrony wierzycieli deliktowych wskazuje się na uwarunkowania historyczne. Otóż nowoczesne prawo spółek wykształciło się pod koniec XIX stulecia, a więc w okresie, kiedy prawo deliktowe pozostawało jeszcze stosunkowo słabo rozwinięte, a szkody masowe mające swoje źródło w czynach niedozwolonych były nieznane¹¹⁰. Częściową odpowiedzią na to niedostosowanie są właśnie przypadki odpowiedzialności przebijającej. Ostatnio jednak w piśmiennictwie amerykańskim proponuje się generalne odstępianie od zasady ograniczonej odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z czynów niedozwolonych na rzecz nieograniczonej odpowiedzialności

¹⁰⁷ Wystarczy wspomnieć choćby wykształcone niemal całkowicie w orzecznictwie (i radykalnie zmieniane w toku ewolucji judykatury) zasady odpowiedzialności w spółce w organizacji (*Haftungsverfassung der Vorgesellschaft* — zob. niżej, przyp. 236), z czasem skodyfikowane zasady kwalifikacji pożyczek i innych rodzajów kredytowania ze strony wspólników jako ich wkładów do spółki (*Kapitalersatz*), odpowiedzialność jednego 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*), materialne przesłanki przy wyłączeniu prawa poboru (*Bezugsrechtsausschluss*); w dziedzinie prawa umów można wskazać na wykształcenie w orzecznictwie konstrukcji *culpa in contrahendo*, czy też tzw. *positive Vertragsverletzung*.

¹⁰⁸ Literatura dotycząca odpowiedzialności przebijającej jest nader skromna, zob. T. Targosz, *Odpowiedzialność...*, s. 23; B. Jankowski, *Nadużycie formy prawnej spółki w prawie amerykańskim*, PiP 1996, z. 2; nie jest mi również znany żaden przypadek, w którym sąd dokonałby „przebiccia” do majątku wspólników spółki kapitałowej.

¹⁰⁹ Zob. jednak niżej, pkt 6.2.

¹¹⁰ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 77. Jako dodatkowe wyjaśnienie autorzy ci podają brak lobby ze strony potencjalnych wierzycieli deliktowych optującego za korzystnym dla tych wierzycieli prawem, ponieważ przed powstaniem szkody wierzyciele nie są jeszcze znani, natomiast po zaistnieniu szkody jest już za późno na zmiany legislacyjne. Ten argument nie może być uznany za w pełni trafny przynajmniej w odniesieniu do systemów *common law*, ponieważ prawo jest tam, w dużej mierze, tworzone w drodze precedensów sądowych.

osobistej wspólników obciążającej ich *pro rata*, tj. w stosunku do udziału w spółce¹¹¹. Inne rozwiązanie optuje za nieograniczoną odpowiedzialnością dyrektorów (członków zarządu) spółek¹¹².

Rozwiązaniem koncentrującym się na raczej na problemie aniżeli na formie prawnej, mającym zatem charakter uniwersalny, są obowiązkowe ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej dla działalności obarczonych szczególnym ryzykiem¹¹³. Przykładem mogą być obowiązkowe ubezpieczenia komunikacyjne. Rozwiązanie to dzięki swojemu uniwersalizmowi jest znacznie efektywniejsze oraz generalnie tańsze, gdyż obejmuje jedynie te aspekty, które wymagają szczególnego potraktowania¹¹⁴.

Dodatkowo w zależności od systemu prawnego w grę może wchodzić bezpośrednia odpowiedzialność sprawcy szkody (osoby fizycznej), choć jej znaczenia nie należy przeceniać.

3.4.2. Wierzyciele publicznoprawni

Drugą ważną grupą wierzycieli niedobrowolnych są wierzyciele publicznoprawni, których wierzytelności powstają *ex lege* w związku z działalnością dłużnika. Chodzi tu przede wszystkim o skarb państwa i przysługujące mu roszczenia z tytułu zobowiązań podatkowych. Wierzycielami należącymi do tej kategorii mogą być również inne fundusze publiczne, np. w Polsce będzie to Zakład Ubezpieczeń Społecznych (składki na ubezpieczenie społeczne), Narodowy Fundusz Zdrowia (składki na ubezpieczenie zdrowotne), Fundusz Pracy, Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pra-

¹¹¹ Tak H. Hansmann, R. Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, Yale Law Journal 1991, s. 1879.

¹¹² Tak P. Glynn, *Beyond „Unlimiting” Shareholder Liability: Vicarious Tort Liability for Corporate Officers*, Vanderbilt Law Review 2004, s. 329.

¹¹³ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 486; P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 725–726; G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 77; F. Kübler, *Aktie...*, s. 32; S. Grundmann, *Wettbewerb der Regelgeber im Europäischen Gesellschaftsrecht — jedes Marktsegment hat seine Struktur*, ZGR, s. 819–820; sceptycznie na temat zalet ubezpieczenia w przypadku małych spółek J. Freedman, *Limited Liability...*, s. 340–342.

¹¹⁴ Zob. P.O. Mülberty, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 726; P.O. Mülberty, *Zukunft...*, s. 157.

cowniczych. Pozycja wierzycieli publicznoprawnych jest jednak z reguły stosunkowo mocna, jej zabezpieczeniu służą takie instrumenty jak hipoteka ustawowa, uprzywilejowanie przy egzekucji z majątku dłużnika (art. 1025 § 1 pkt 7 k.p.c.), czy szczególne zasady dotyczące odpowiedzialności członków zarządu spółek kapitałowych za zobowiązania podatkowe¹¹⁵ (zob. art. 116 ordynacji podatkowej¹¹⁶, który na mocy art. 31 i art. 32 ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych¹¹⁷ znajduje zastosowanie również do zobowiązań z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne, ubezpieczenia zdrowotne oraz składki na wymienione fundusze pracownicze)¹¹⁸. Interesujące jest to, że właśnie ochrona fiskusa była przywoływana jako usprawiedliwienie utrzymania w Danii wymogu kapitału minimalnego dla spółek pseudozagranicznych nawet po orzeczeniu Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w sprawie Centros¹¹⁹.

Należy zwrócić uwagę, że interesy fiskusa wynikające ze zobowiązań publicznoprawnych muszą być traktowane odmiennie od interesów wierzycieli deliktowych. W przypadku wierzycieli deliktowych duże znaczenie mają argumenty słusznościowe/sprawiedliwościowe, podczas gdy przy rozważaniu interesu Skarbu Państwa należy uwzględnić argumenty efektywnościowe w ujęciu systemowym. Dochody z tytułu podatków będą bowiem większe w sytuacji, kiedy system prawny jest możliwie elastyczny i przyjazny dla przedsiębiorczości. Zabezpieczenie interesów państwa poprzez nałożenie mechanizmów, których ciężar przełoży się na wzrost kosztów prowadzenia działalności, może się okazać nieproporcjonalne, a zatem bezcelowe ekonomicznie. Ponadto w przypadku zobowiązań publicznoprawnych w znacznie mniejszym stopniu zachodzi ryzyko eksternalizacji poprzez podejmowanie przez spółkę ekscesywnego ryzyka, gdyż zobowiązania podatkowe pozostają zazwyczaj

¹¹⁵ Zob. A. Mariański, A. Karolak, *Odpowiedzialność...*, s. 137 i n., zwłaszcza zaś s. 215 i n.

¹¹⁶ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. — Ordynacja podatkowa, Dz.U. Nr 137, poz. 926 z późn. zm.

¹¹⁷ Ustawa z dnia 13 października 1998 r., Dz.U. Nr 137, poz. 887 z późn. zm.

¹¹⁸ Zob. A. Mariański, A. Karolak, *Odpowiedzialność...*, s. 230.

¹¹⁹ Zob. S.F. Hansen, *From C 212 to L 212 — Centros Revisited*, European Business Organization Law Review 2001, s. 141.

w relacji do dochodów. Z tego punktu widzenia zasady partycypacji fiskusa w nadwyżce są zbliżone bardziej do tych obowiązujących dla wspólników aniżeli tych dla wierzycieli¹²⁰.

4. Ustawowa ochrona wierzycieli — strategie regulacyjne

Przeprowadzona analiza wykazała, że na tle obowiązujących „reguł gry” istnieją sytuacje, w których stwierdzić można znaczące niebezpieczeństwo zachowań oportunistycznych ze strony wspólników. Jednocześnie ochrona kontraktowa nie jest dostępna dla wszystkich kategorii wierzycieli. Uzasadnia to interwencję normatywną ze strony ustawodawcy. Dokonując takiej interwencji ustawodawca ma do dyspozycji kilka strategii regulacyjnych. W odniesieniu do ochrony wierzycieli autorzy *The Anatomy of Corporate Law*¹²¹, fundamentalnego dla bieżącej dekady komparatystycznego i funkcjonalnego studium prawa spółek¹²², wyróżniają trzy podstawowe strategie regulacyjne:

- strategię uczestnictwa (*affiliations strategy*),
- strategię standardów uczciwości (*standards strategy*) oraz
- strategię normatywną (*rules strategy*)¹²³.

¹²⁰ Zob. wyżej, pkt 2.1.3.

¹²¹ R.R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K.J. Hopt, H. Kanda, E.B. Rock, *The Anatomy...*

¹²² Zob. rezenzję D.A. Skeel, *Corporate Anatomy Lessons*, Yale Law Journal 2004, s. 1519 i n.

¹²³ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 77-78. Autorzy ci zwracają jednak uwagę, że w ograniczonym zakresie stosowane są także inne strategie, w tym strategia decyzyjna (*decision rights strategy*), np. kiedy w przypadku łączenia się spółek wierzyciele mogą żądać ustanowienia na ich rzecz specjalnych zabezpieczeń — zadośćuczynienie żądaniu wierzycieli stanowi przesłankę dopuszczalności operacji, zob. *ibidem*, s. 78 przyp. 34 oraz s. 144.

4.1. Strategia uczestnictwa

Strategia uczestnictwa (*affiliations strategy*)¹²⁴ kładzie nacisk na funkcję informacyjną, umożliwiając stronom podjęcie decyzji w przedmiocie wejścia/wyjścia¹²⁵, co w kontekście ochrony wierzycieli polega na nałożeniu na (potencjalnego) dłużnika korporacyjnego obowiązków informacyjnych celem umożliwienia wierzycielom oceny sytuacji przed powzięciem decyzji o udzieleniu/przedłużeniu spółce kredytu i warunkach/kosztach, na jakich zostaje udzielony (wejście), oraz jego ewentualnym odwołaniu/wypowiedzeniu/dostosowaniu warunków (wyjście). Strategia uczestnictwa jest stosunkowo najmniej „ingerencyjna”, pełni ona funkcję komplementarną w stosunku do ochrony kontraktowej stosowanej przez samych uczestników obrotu. Oczywiście poszczególni wierzyciele mogliby również na własną rękę uzyskiwać informacje na temat potencjalnych dłużników korporacyjnych, jednakże nałożenie przez prawo określonych obowiązków w zakresie transparentności zmniejsza koszty transakcyjne, przy czym standaryzacja sprawozdawczości ułatwia porównanie sytuacji finansowej różnych podmiotów¹²⁶.

W zakresie ochrony wierzycieli realizacja strategii uczestnictwa znajduje swój wyraz przede wszystkim w przepisach regulujących jawność danych zgłaszanych do rejestrów handlowych (zob.

¹²⁴ Ogólnie na ten temat zob. H. Hansmann, R.R. Kraakman (w:) *The Anatomy...*, s. 24–25.

¹²⁵ Zob. *ibidem*.

¹²⁶ Zob. G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock (w:) *The Anatomy...*, s. 204–207; H. Merkt, *European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach*, ECFR 2004, s. 6 i n.

dyrektywy z zakresu prawa spółek: pierwsza¹²⁷ i jedenasta¹²⁸, a także czwarta¹²⁹, siódma¹³⁰ i ósma¹³¹ oraz ostatnio rozporządzenie IAS¹³²).

4.2. Strategia standardów uczciwości

Strategia standardów uczciwości (*standards strategy*) polega na dokonywaniu kontroli legalności operacji przy pomocy testów uczciwości transakcji (ang. *fairness*), lojalności (ang. *fiduciary duties*, niem. *Treuepflicht*), czy nadużycia majątku spółki (franc. *abus de biens sociaux*). Stosowaną miarą jest więc klauzula o charakterze ogólnym, kontrola natomiast dokonywana jest *ex post*, z uwzględnieniem okoliczności danego przypadku¹³³. Strategia ta zapewnia 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

¹²⁷ Pierwsza dyrektywa Rady z 9 marca 1968 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi traktatu, w celu uzyskania ich równoważności w całej Wspólnocie, dla zapewnienia ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich (68/151/EWG).

¹²⁸ Jedenasta dyrektywa Rady z 21 grudnia 1989 r. dotycząca wymogów ujawniania informacji odnośnie oddziałów utworzonych w państwie członkowskim przez niektóre rodzaje spółek podlegające prawu innego państwa (89/666/EWG).

¹²⁹ Czwarta dyrektywa Rady z 25 lipca 1978 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (78/660/EWG).

¹³⁰ Siódma dyrektywa Rady z 13 czerwca 1983 r. w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych (83/349/EWG).

¹³¹ Ósma dyrektywa Rady z 10 kwietnia 1984 r. w sprawie zatwierdzania osób odpowiedzialnych za dokonywanie ustawowych kontroli dokumentów rachunkowych (84/253/EWG).

¹³² Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (*International Accounting Standards*).

¹³³ Zob. H. Hansmann, R.R. Kraakman (w:) *The Anatomy...*, s. 24.

strony sądów¹³⁴, tworząc jednocześnie przyjazny klimat do wnoszenia powództw, co wynika z pojemności i nieostrości standardów uczciwości¹³⁵.

W kontekście ochrony wierzycieli instrumentem prawnym implementującym strategię uczciwości jest odpowiedzialność zarządu z powodu prowadzenia działalności w sytuacji, w której niewypłacalność spółki powinna być uznana za nieuniknioną (ang. *wrongful trading*, franc. *action en comblement du passif*). W tej samej kategorii mieści się również odpowiedzialność przebijająca (ang. *veil piercing*, niem. *Durchgriffshaftung*).

4.3. Strategia normatywna

Najdalej idącą jest strategia normatywna (*rules strategy*), polegająca na zakazaniu bądź ograniczeniu pewnych działań przy pomocy stosunkowo jasno sprecyzowanych reguł. Reguły te są sformułowane jako klauzule szczegółowe, co ułatwia sądom ich stosowanie poprzez dokonanie subsumcji stanu faktycznego pod określoną klauzulę szczegółową¹³⁶. 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) zamysłu ustawodawcy, ponieważ zostawia judykaturze stosunkowo niewielki margines interpretacyjny, kładąc nacisk na prostą subsumcję; stosowanie prawa odbywa się w sposób „mechaniczny”¹³⁷. W ten sposób przynajmniej teore-

¹³⁴ *Ibidem*.

¹³⁵ Zob. A. Radwan, *Ochrona akcjonariuszy a obowiązki informacyjne zarządu w związku z uchwaleniem i wykorzystaniem kapitału zakładowego*, KPP 2005, z. 1, s. 224.

¹³⁶ Zob. H. Hansmann, R.R. Kraakman (w:) *The Anatomy...*, s. 24.

¹³⁷ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 83.

tycznie strategia ta odciąża sądy, do czego dodatkowo przyczynia się okoliczność, że strategia normatywna nie sprzyja nadmiernemu wnoszeniu powództw^{138, 139}.

W zakresie ochrony wierzycieli podstawowym instrumentem realizacji strategii normatywnej jest instytucja kapitału zakładowego. Podobnie, w sposób precyzyjny skonstruowana jest odpowiedzialność z tytułu niezgłoszenia wniosku o upadłość w należytym, określonym ustawowo terminie (por. art. 299 k.s.h. w zw. z art. 21 ust. 2, art. 10 i art. 11 pr.up. i nap.¹⁴⁰; § 64 ust. 1 GmbH-Gesetz, § 92 ust. 2 Aktiengesetz — Insolvenzverschleppungshaftung).

5. Ochrona wierzycieli w oparciu o kapitał zakładowy

5.1. Kapitał zakładowy — koncepcja i kontekst

5.1.1. Zarys reżimu kapitału zakładowego

W tradycji kontynentalnoeuropejskiej, zwłaszcza niemieckiej, kapitał zakładowy jest centralną figurą regulacji spółek kapitałowych. Nestor niemieckiej jurysprudenencji z zakresu prawa spółek, Herbert Wiedemann, określił kapitał zakładowy mianem „osiągnięcia kulturowego pierwszej rangi”¹⁴¹. Również w polskim prawie i polskiej doktrynie instytucja kapitału zakładowego jest uważana na fundament konstrukcji czy nawet podstawę funkcjonowania spółek kapi-

¹³⁸ Zob. jednak niżej, pkt 5.2.5 oraz 6.2.

¹³⁹ Zob. A. Radwan, *Ochrona...*, s. 225.

¹⁴⁰ Zob. wyżej, przyp. 58.

¹⁴¹ Zob. H. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, t. 1, München 1980, s. 557: kapitał zakładowy stanowi „eine für das europäische Gesellschaftsrecht stillprägende Eigenart dar und ist zugleich eine Kulturleistung ersten Ranges, weil es die persönliche Entlastung der Anlagegesellschafter mit der Sicherung der Kreditwürdigkeit der Unternehmen in idealer Weise verbindet”.

tałowych, której przypisuje się — obok zasadniczej funkcji gwarancyjnej¹⁴² — również pełnienie funkcji ekonomicznej¹⁴³ oraz funkcji prawnej^{144, 145}.

Kapitał zakładowy jest funduszem ujawnionym w pasywach bilansu spółki kapitałowej, należącym do grupy kapitałów własnych¹⁴⁶. Kapitał zakładowy dzieli się na akcje/udziały posiadające wartość nominalną, których suma równa się wysokości kapitału zakładowego. Kwota kapitału zakładowego, mimo że *de iure* jest tylko abstrakcyjnym zapisem (kwotowym), określonym w statucie/umowie spółki oraz ujawnionym w rejestrze, to jednak *de facto*, poprzez liczne przepisy szczegółowe, wykazuje związek z rzeczywistym majątkiem spółki. Należy tutaj wyróżnić trzy grupy tych przepisów:

- a) przepisy ustalające minimalną wysokość kapitału zakładowego,
- b) przepisy regulujące wnoszenie wkładów na pokrycie kapitału zakładowego¹⁴⁷,
- c) przepisy regulujące utrzymanie kapitału.

¹⁴² Zob. A. Szumański, *Problem funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego (akcyjnego) spółki kapitałowej*, PiP 1997, z. 6, s. 78; K. Oplustil, *Zakres ustawowej ochrony majątku spółki z o.o. przed nieuprawnioną ingerencją wspólników (uwagi de lege lata i de lege ferenda)*, PPH 2000, nr 5, s. 19.

¹⁴³ Funkcja ekonomiczna kapitału zakładowego miałaby polegać na tym, że wniesione do spółki przez wspólników wkłady tworzą majątek umożliwiający rozpoczęcie przez spółkę działalności, w literaturze polskiej wyrażono nawet dość osobliwy pogląd, jakoby funkcja ta (gospodarcza, inwestycyjna) wysuwała się na czoło funkcji kapitału zakładowego, tak T. Mróz, *Funkcje kapitału zakładowego a przedmiot wkładu w spółkach kapitałowych (ze szczególnym uwzględnieniem aportu)* (w:) *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci prof. Ireneusza Weissa*, Zakamycze 2003, s. 182.

¹⁴⁴ Funkcję prawną kapitału zakładowego upatruje się w tym, że dzieląc się na udziały/akcje przyznawane wspólnikom stanowi on podstawę ich uczestnictwa w spółce.

¹⁴⁵ Zob. A. Szumański (w:) *Prawo spółek*, s. 540–543; I. Weiss (w:) *Prawo spółek*, s. 336–337; M. Pawelczyk, *Kapitał zakładowy w spółce akcyjnej*, *Radca Prawny* 2002, nr 1, s. 36; słuszną krytykę przypisywania kapitałowi zakładowemu dodatkowych funkcji przeprowadził A. Opalski, *Kapitał zakładowy, zysk...*, s. 23–24; tenże, *Kapitał zakładowy...*, s. 497, przyp. 124; krytycznie również A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 20.

¹⁴⁶ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy, zysk...*, s. 16; K. Oplustil, *Zakres...*, s. 18; A.W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny*, t. 3, *Spółka akcyjna*, Warszawa 1993, s. 98 i n.

¹⁴⁷ Niektórzy autorzy rozróżniają dodatkowo pomiędzy przepisami dotyczącymi etapu tworzenia kapitału oraz etapu jego podwyższania, tak A. Szumański (w:) *Prawo spółek*, s. 537–539. Jednakże zarówno przy tworzeniu, jak i podwyższaniu kapitału *ratio* przepisów stanowi zagwarantowanie realnego pokrycia kapitału. Stąd też w dalszej części będzie mowa jedynie o tworzeniu kapitału, co obejmuje analogicznie również jego podwyższanie.

Ad a) Przepisy regulujące minimalną wysokość kapitału zakładowego określają minimalne zobowiązanie wspólników do wniesienia wkładów (por. art. 6 drugiej dyrektywy, art. 154 § 1 k.s.h., art. 308 § 1 k.s.h.); do tej samej grupy można również zaliczyć przepisy określające, jaka część kapitału zakładowego powinna być pokryta przed zgłoszeniem spółki do rejestru (por. art. 9 drugiej dyrektywy, art. 309 § 3 i 4 k.s.h.), gdyż *de facto* część ta stanowi o wysokości rzeczywistego kapitału początkowego.

Ad b) Przepisy gwarantujące realne wniesienie wkładów na pokrycie kapitału mają zapewnić, ażeby cyfrowo oznaczona kwota kapitału zakładowego znalazła (co najmniej) swój odpowiednik w rzeczywistym majątku spółki¹⁴⁸, który w założeniu stanowić ma gwarancję zaspokojenia dla wierzycieli spółki. Oznacza to, że przy wnoszeniu wkładów nacisk kładziony jest na ich ekonomiczną wartość nie tylko pod kątem przydatności dla spółki, ale również pod kątem przyczynienia się do powstania masy majątkowej mającej stanowić gwarancję dla wierzycieli spółki. Takie założenie prowadzi do restryktywnego podejścia w zakresie ustalania zdolności aportowej, zwłaszcza w odniesieniu do usług i pracy (por. art. 7 zd. 2 drugiej dyrektywy, art. 14 § 1 k.s.h.). Dodatkowo cena emisyjna udziałów / akcji nie może zostać ustalona poniżej ich wartości nominalnej (por. art. 8 drugiej dyrektywy, art. 154 § 3, art. 309 § 1 k.s.h.). Jednocześnie prawo zmierza do zapewnienia, aby wnoszone wkłady niepieniężne rzeczywiście posiadały ustaloną wartość, co realizowane jest metodą *ex ante* przez wprowadzenie obowiązkowej wyceny wkładów przez biegłych rewidentów (por. art. 10 drugiej dyrektywy, art. 312 k.s.h.) lub metodą *ex post* poprzez nałożenie odpowiedzialności na osoby, które odpowiadają za nienależyte oszacowanie wartości (por. art. 175 k.s.h.). Ustawodawca wprowadzając przepisy o wnoszeniu kapitału skupia się na momencie tworzenia spółki, ewentualnie podwyższenia kapitału. Również jedynie tworzenia spółki dotyczy regulacja kapitału minimalnego — majątek odpowia-

¹⁴⁸ Z zastrzeżeniem ewentualnych przepisów przewidujących sukcesywność wnoszenia wkładów, zob. wyżej, pkt a).

dający początkowo temu kapitałowi może być następnie zużyty w czasie funkcjonowania spółki, co nie stanowi naruszenia przepisów o kapitale minimalnym¹⁴⁹. O ile bowiem cechą kapitału zakładowego jest stałość — zmienia się on jedynie na skutek czynności prawnej (podwyższenia lub obniżenia kapitału), o tyle immanentną cechą majątku spółki jest jego zmienność. Majątek spółki może się zmieniać bez niczyjego udziału (np. zmiany cen rynkowych jego składników), w związku z prowadzeniem działalności przez spółkę (trafne albo błędne decyzje inwestycyjne), bądź wskutek ingerencji wspólników (jawne lub ukryte wypłaty majątku na rzecz wspólników)¹⁵⁰. Ten ostatni sposób jest przedmiotem regulacji przepisów o utrzymaniu kapitału.

¹⁴⁹ Dlatego też nieporozumieniem jest twierdzenie A. Szumańskiego (*Problem funkcji...*, s. 82), które entuzjastycznie przyjmuje M. Pawełczyk (*Kapitał...*, s. 36), że: „funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego [...] tworzy obiektywny i stypizowany system zabezpieczenia interesów spółki, którzy uzyskują pewność, że po pierwsze, istnieją w rzeczywistości aktywa odpowiadające kapitałowi zakładowemu (akcyjnemu) jako zapisowi księgowemu po stronie pasywów oraz po drugie, że aktywa te mają wartość równą wysokości tego zapisu księgowego, gdyż [...] wspomniane aktywa nie mogą być uszczuplone ani przez spółkę ani przez wspólników [...] aktywa spółki odpowiadające wartości kapitału zakładowego (akcyjnego) są realnym i pewnym pod względem wartości źródłem zaspokojenia roszczeń wierzycieli spółki”. Podobnie bezzasadne jest twierdzenie A. Kidyby (*Kodeks spółek handlowych, Komentarz*, t. I, wyd. II, Zakamycze 2004, s. 613), zgodnie z którym kapitał zakładowy „określa obowiązek utrzymania majątku na poziomie, który zgodnie z umową spółka zobowiązana jest utrzymać przez czas swego istnienia”. W podobnym duchu wypowiadają się R. Jurga, M. Michalski, *Spółka akcyjna w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2000, s. 61. Nieprzezyjny jest zatem również określenie „*ongoing working capital*”, którym posługuje się R.M. Buxbaum, *Back to the Future? From “Centros” to the “Überlagerungstheorie”*, *Festschrift für O. Sandrock*, Heidelberg 2000. Kapitał zakładowy nie jest bowiem wielkością określającą wysokość minimalnego, stale istniejącego bufora kapitałowego, a jedynie wielkością kapitału początkowego, o ile został on wpłacony w całości. Wynika to wyraźnie chociażby z brzmienia art. 233 oraz art. 397 k.s.h. w połączeniu z przepisami dotyczącymi niewypłacalności spółki: art. 21 ust. 2, art. 10 i art. 11 pr.up. i nap., por. też art. 17 drugiej dyrektywy. Inna jest sytuacja w państwach, które wychodząc ponad standard minimalny określony w drugiej dyrektywie (art. 17) przyjęły tzw. „*recapitalize or liquidate*” rule (przykładowo Francja, Hiszpania, Portugalia, Szwecja, Włochy), zgodnie z którą w przypadku zaistnienia określonej straty wspólnicy są zobowiązani albo dokonać dopłat wyrównujących, albo też przeprowadzić likwidację spółki — zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1183–1184; J.E. Antunes, *An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law. System and Current Developments*, dokument dostępny w internecie: www.estig.ipbeja.pt, s. 18.

¹⁵⁰ Zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, s. 18–21.

Ad c) Przepisy o utrzymaniu kapitału zakładowego mają za zadanie pogodzenie interesu wspólników w otrzymaniu wypłat stanowiących ich dochód z zainwestowanego kapitału z postulatami zachowania majątku spółki dla potrzeb ochrony wierzycieli. Realizując to zadanie kapitał zakładowy łącznie z ewentualnymi innymi kapitałami obowiązkowymi wskazuje wielkość majątku, który podlega związaniu i nie może być przedmiotem dystrybucji. Związanie to polega na pełnieniu przez kapitał zakładowy roli progu, tak że wypłata możliwa jest jedynie z nadwyżki bilansowej przekraczającej ten próg i wykazanej przy zastosowaniu zasady „ostrożnego” księgowania¹⁵¹. W ten sposób ochrona wierzycieli bazująca na kapitale zakładowym zalega się z przyjaznymi wierzycielom, tradycyjnymi standardami rachunkowości¹⁵². Utrzymaniu kapitału służą w dalszej kolejności przepisy ograniczające nabywanie akcji/udziałów własnych przez spółkę (art. 19–22 drugiej dyrektywy, art. 200, art. 262 i n. k.s.h.)¹⁵³ oraz udzielanie przez spółkę pomocy finansowej do nabywania jej własnych akcji — ang. *financial assistance* (art. 23 drugiej dyrektywy, art. 345 k.s.h.)¹⁵⁴. Dodatkowo do grupy tej zaliczyć można przepisy regulujące pożyczki wspólników (por. art. 14 § 3 k.s.h.)¹⁵⁵, chociaż lokują się one pomiędzy przepisami o tworzeniu kapitału a przepisami o jego utrzymaniu. Ponieważ kapitał zakładowy wiąże majątek spółki zapobiegając jego wypłatom na rzecz wspólników, obniżenie kapitału musi być — zgodnie z logiką systemu kapitału zakładowego — poddane specjalnemu reżimowi prawnemu (zob. art. 263–265, art. 455–458 k.s.h.).

¹⁵¹ Szczegółowo na temat znaczenia kapitału zakładowego jako instrumentu determinującego wypłaty zob. I. Komarnicki, *Ograniczenia wypłat na rzecz akcjonariuszy w prawie europejskim* (w:) *Europejskie prawo spółek*, t. I, s. 113 (w prawie europejskim), s. 127 (w prawie polskim); tenże, *Kwota do podziału w spółce kapitałowej*, PPH 2001, nr 11, s. 27; A. Opalski, *Dywidenda po nowelizacji kodeksu spółek handlowych*, PS 2004, nr 6, s. 2; analiza porównawcza wybranych systemów krajowych państw europejskich J. Rickford, *Reforming Capital...*, s. 998 i n.

¹⁵² Zob. niżej, pkt 5.1.2.

¹⁵³ Zob. M. Cejmer, D. Dąbrowski, *Przesłanki nabywania akcji własnych przez spółki akcyjne* (w:) *Europejskie prawo spółek*, t. I, s. 159.

¹⁵⁴ Zob. T. Sójka, *Zakaz finansowego wspierania przez spółkę akcyjną nabycia wyemitowanych przez nią akcji — w kontekście problematyki wykupów kredytowanych i menedżerskich* (w:) *Europejskie prawo spółek*, t. I, s. 255.

¹⁵⁵ Zob. K. Oplustil, *Zakres...*, s. 27 i n.

5.1.2. Ochrona wierzycieli w Unii Europejskiej: od harmonizacji do...

Zarysowany system kapitału zakładowego, który w różnych wariantach od początku należał do tradycji nowoczesnego prawa spółek większości państw kontynentalnej Europy¹⁵⁶, został dla spółki akcyjnej skodyfikowany na poziomie europejskim za pomocą drugiej dyrektywy.

Druga dyrektywa jako instrument harmonizacji krajowych praw spółek stawia sobie za cel ustanowienie w ramach Unii Europejskiej minimalnych standardów¹⁵⁷ ochrony w dwóch obszarach: ochrony wierzycieli oraz ochrony akcjonariuszy mniejszościowych¹⁵⁸.

Cele te od początku znajdowały się wśród priorytetów ustawodawcy europejskiego. Świadczy o tym już choćby sam numer, jaki przyznano dyrektywie kapitałowej¹⁵⁹, oraz stosunkowo wczesna data jej uchwalenia — 13 grudnia 1976 r.¹⁶⁰. Najistotniejszy wpływ

¹⁵⁶ Zob. M. Lutter, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, wyd. 2, ZGR Sonderheft 1, Berlin–New York 1984, s. 29.

¹⁵⁷ Na temat charakteru postanowień dyrektywy (standard minimalny czy regulacja „sztywna”) zob. J. Napierała, *Dyrektywa jako instrument integracji prawa spółek (w:) Europejskie prawo spółek*, t. I, s. 90 i n.; K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 183 i n. niniejszego tomu; w literaturze niemieckiej zob. W. Schön, *Mindestharmonisierung im Gesellschaftsrecht*, ZHR 1996, s. 221; T. Drinkuth, *Die Mindest- oder Höchstnorm*, Köln 1998; M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, wyd. 2, München 2003, nb 139–140; zob. też wnioski końcowe Rzecznika Generalnego G. Tesaro z 8 kwietnia 1992 r. w sprawie C–83/91 (Meillicke v. ADV/ORGA).

¹⁵⁸ Zob. preambuła do drugiej dyrektywy.

¹⁵⁹ Numeracja dyrektyw odpowiada kolejności przyjmowania projektów, nie zaś ich uchwalenia jako dyrektyw.

¹⁶⁰ Pierwsze wstępne projekty Komisja Europejska przedłożyła już jednak znacznie wcześniej — w maju 1965 r. oraz lipcu 1967 r., by następnie w marcu 1970 r. skierować oficjalnie projekt drugiej dyrektywy (Dz. Urz. UE nr C 48/8 z dnia 24 kwietnia 1970 r.) do Rady UE. Po kilkuletnich negocjacjach, związanych również z pierwszym rozszerzeniem Wspólnoty, projekt dyrektywy został ostatecznie uchwalony 13 grudnia 1976 r.; zob. E. Stein, *Harmonization of European Company Laws. National Reform and Transnational Coordination*, Indianapolis–Kansas City–New York 1971, s. 316–317; V. Edwards, *EC Company Law*, Clarendon Press Oxford 1999, s. 52; M. Habersack, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, nb 135; E.–A. Baldamus, *Reform...*, s. 10; M. Lutter, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, s. 28–29; na temat projektu dyrektywy zob. J. Ankele, *Zum Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie*, BB 1970, s. 988.

na kształt postanowień drugiej dyrektywy w zakresie kapitału zakładowego wywarła doktryna niemiecka¹⁶¹.

Instytucja kapitału zakładowego, będąca centralną figurą drugiej dyrektywy znajduje się jednak obecnie w ogniu międzynarodowej krytyki ze strony przedstawicieli doktryny¹⁶², w tym również w Niemczech, kraju uznawanym dotąd za bastion tej koncepcji¹⁶³. Podobnie sceptyczne głosy pod adresem kapitału zakładowego jako skutecznego instrumentu ochrony wierzycieli podnoszone są ze strony praktyki¹⁶⁴.

Sceptycyzm wobec obowiązującego reżimu kapitału zakładowego zaowocował podjęciem na szczelbu europejskim inicjatywy zmierzającej do rewizji *status quo*. Pierwszym krokiem było powołanie grupy roboczej SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*) działającej pod auspicjami Komisji Europejskiej. Eksperti skupieni w grupie SLIM mieli za zadanie dokonanie krytycznego przeglądu ustawodawstwa wspólnotowego pod kątem możliwości deregulacji i uczynienia go bardziej przyjaznym dla przedsiębiorców. W końcowym raporcie¹⁶⁵ grupa SLIM przedłożyła propozycje reformy pierw-

¹⁶¹ Duże znaczenie miało tu zwłaszcza fundamentalne dzieło M. Luttera, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe 1964; jednakże przykładowo w zakresie regulacji nabywania akcji własnych oraz pomocy finansowej przy nabywaniu akcji (ang. *financial assistance*) zaznaczył się wpływ prawa brytyjskiego i irlandzkiego; zob. T. Sójka, *Zakaz...*, s. 262; A. Radwan, *Prawo spółek à la européenne*, cz. I, Edukacja Prawnicza 2004, nr 11, s. 42–43; C.M. Schmitthoff, *The Second EEC Directive on Company Law*, CMLRev. 1978, 15, s. 50; V. Edwards, *EC Company Law*, s. 52 oraz 73–74; U. Schroeder, *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs*, Köln–Berlin–Bonn–München 1995, s. 17.

¹⁶² Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1165; P.O. Mülberr, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 695; J. Armour, *Share Capital...*, s. 355; F. Kübler, *The Rules...*, s. 95; tenże, *A Comparative...*, s. 1031; H. Merkt, *Creditor...*, s. 1045.

¹⁶³ Zob. F. Kübler, *Aktie...*; M. Bauer, *Gläubigerschutz...*; Ch. Escher–Weingart, *Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht. Eine Analyse der Reformmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Gläubiger- und Anlegerschutzes*, Tübingen 2001; O. Sandrock, *Sitzrecht contra Savigny?*, BB 2004, s. 897; P.O. Mülberr, *Zukunft...*, s. 151; H. Merkt, *Der Kapitalschutz...*, s. 305.

¹⁶⁴ Zob. B. Walter, *Gesetzliches...*, s. 370.

¹⁶⁵ Zob. wyżej, przyp. 8.

szej¹⁶⁶ i drugiej dyrektywy¹⁶⁷. W zakresie reformy drugiej dyrektywy — oprócz wprowadzenia regulacji przymusowego umorzenia akcji (art. 36 drugiej dyrektywy)¹⁶⁸ oraz uproszczenia wyłączenia prawa poboru akcji (art. 29 drugiej dyrektywy)¹⁶⁹ — grupa SLIM zaproponowała rezygnację z obowiązku wyceny aportów przez biegłych rewidentów w sytuacjach, w których ze względu na charakter wnoszonych wkładów nie jest zagrożona zasada realnego pokrycia kapitału (art. 10, art. 11 i art. 27 drugiej dyrektywy)¹⁷⁰. Propozycje SLIM poparła High Level Group of Company Law Experts, (zwana od nazwiska jej przewodniczącego „Grupą Wintera”), która na podstawie szerokich konsultacji w środowisku naukowców, praktyków i przedsiębiorców przedstawiła raport zarysowujący program unowocześnienia i kierunki rozwoju europejskiego prawa spółek¹⁷¹. W odniesieniu do drugiej dyrektywy High Level Group wyraziła sceptycyzm co do skuteczności i efektywności wymogu wyceny aportów przez biegłych rewidentów¹⁷². Dlatego też nawiązując do propozycji SLIM eksperci Grupy Wintera zarekomendowali rezygnację z obowiązku formalnej wyceny aportów w przypadkach, gdy wartość wnoszonych aktywów nie jest zagrożona. Większym nowatorstwem było jednak zaproponowanie przez Grupę Wintera uznania zdolności aportowej usług. Instrumentem zabezpieczającym interes spółki miałyby być wykluczenie zbywalności akcji wydanych w zamian za przyrzeczenie wykonania usługi poprzez ich zablokowanie

¹⁶⁶ Zob. wyżej, przyp. 127.

¹⁶⁷ Postanowienia dotyczące reformy pierwszej dyrektywy zostały już implementowane za pomocą dyrektywy 2003/58/WE Parlamentu Europejskiego i Rady o zmianie dyrektywy 68/151/WE Rady w odniesieniu do obowiązków publikacyjnych spółek określonych form prawnych, Dz. Urz. UE nr L 221/13; zob. K. Oplustil, P. Wiórek, *Aktualne tendencje w europejskim prawie spółek — nowe akty prawa wspólnotowego*, PPH 2004, nr 4, s. 15; A. Radwan, *Prawo spółek...*, s. 41.

¹⁶⁸ Omówienie zob. A. Radwan, *Aktualna i przyszła regulacja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy w polskim i europejskim prawie spółek*, Przegląd Legislacyjny 2003, nr 6, s. 27; E.-A. Baldamus, *Reform...*, s. 116 i n.

¹⁶⁹ Szczegółowo na ten temat zob. A. Radwan, *Prawo poboru...*, s. 108 i n.; E.-A. Baldamus, *Reform...*, s. 200 i n.

¹⁷⁰ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 492; K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 199 i n. niniejszego tomu.

¹⁷¹ Zob. wyżej, przyp. 9.

¹⁷² HLC, *Report*, s. 83.

na rachunku do chwili rzeczywistego wniesienia aportu (tj. wykonania usługi) albo nałożenie na spółkę obowiązku ubezpieczenia się od ryzyka niewykonania tej usługi i niemożliwości jej wyegzekwowania¹⁷³.

Implementacja propozycji rewizji drugiej dyrektywy znalazła się następnie wśród priorytetowych celów krótkoterminowych przyjętych przez Komisję Europejską w opublikowanym przez nią dokumencie strategicznym *Action Plan to Move Forward*¹⁷⁴. Konsekwentnie 21 września 2004 r. Komisja przedłożyła projekt nowelizacji drugiej dyrektywy¹⁷⁵. Projekt przewiduje uproszczenia w zakresie wyceny przy wnoszeniu wkładów niepieniężnych (art. 10a i art. 10b), nie implementuje jednak rekomendacji Grupy Wintera w przedmiocie uznania zdolności aportowej usług. Zgodnie z projektem państwa członkowskie mogłyby zrezygnować z wymogu poddania wkładów niepieniężnych kontroli dokonywanej przez biegłego rewidenta w sytuacjach, kiedy przedmiot wkładu niepieniężnego stanowią:

- a) zbywalne papiery wartościowe, których wartość jest obliczana według średniej ceny ważonej, po której były one przedmiotem obrotu na jednym lub kilku rynkach regulowanych w okresie 3 miesięcy poprzedzających moment ich wniesienia do spółki tytułem aportu, chyba że na cenę tę wpłynęły wyjątkowe okoliczności, które znacząco zmieniły wartość aktywów w dniu wniesienia (proponowany art. 10a ust. 1 drugiej dyrektywy);
- b) aktywa, które uprzednio, nie wcześniej niż 3 miesiące przed wniesieniem były przedmiotem wyceny dokonanej przez biegłego rewidenta, chyba że wystąpiły nowe okoliczności, które istotnie zmieniły wartość składnika aktywów na dzień jego wniesienia do spółki (projektowany art. 10a ust. 2 drugiej dyrektywy);

¹⁷³ *Ibidem*, s. 83; zob. K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 200 niniejszego tomu.

¹⁷⁴ Zob. wyżej, przyp. 11.

¹⁷⁵ Zob. wyżej, przyp. 12.

- c) aktywa, których wartość wynika z bilansowego zestawienia majątku, zawartego w sprawozdaniu finansowym za poprzedni rok obrotowy, pod warunkiem że sprawozdanie to zostało sporządzone zgodnie z wymaganiami czwartej dyrektywy¹⁷⁶ i zostało poddane kontroli przez biegłych rewidentów zgodnie z postanowieniami ósmej dyrektywy¹⁷⁷, chyba że wystąpiły nowe okoliczności, które istotnie zmieniły wartość aktywów (planowany art. 10a ust. 3 drugiej dyrektywy).

W każdej z wymienionych sytuacji założyciele spółki albo jej organ administrujący lub zarządzający powinni złożyć w sądzie rejestrowym stosowne oświadczenie, zawierające m.in. opis wkładu, jego przyjętą wartość oraz stwierdzenie, że odpowiada ona liczbie i wartości nominalnej, względnie wyższej cenie emisyjnej akcji obejmowanych w zamian za te wkłady (planowany art. 10b ust. 1 drugiej dyrektywy). Omawiane oświadczenie podlegać ma publikacji zgodnie z zasadami określonymi w pierwszej dyrektywie.

Projekt przewiduje ponadto prawo mniejszości, zgodnie z którym akcjonariusz, który posiada łączny udział wynoszący co najmniej 5% subskrybowanego kapitału spółki, mógłby żądać wyceny przedmiotu wkładu przez biegłego rewidenta (planowany art. 10a ust. 2 podust. 3 oraz ust. 3 podust. 3 drugiej dyrektywy). Prawo to ma na celu ochronę mniejszości i służy ochronie akcjonariuszy mniejszościowych przed rozwodnieniem majątkowym związanym z przeszacowaniem wkładów¹⁷⁸.

Proponowana liberalizacja ma mieć charakter harmonizacji minimalnej, pozostawiając państwu członkowskiemu możliwość pozostania przy dotychczasowym, surowszym reżimie ochrony kapitału¹⁷⁹.

W sumie proponowane zmiany dotyczą jedynie etapu tworzenia kapitału (zasada realnego pokrycia kapitału), a ich rozmiar

¹⁷⁶ Zob. wyżej, przyp. 129.

¹⁷⁷ Zob. wyżej, przyp. 131.

¹⁷⁸ Zob. niżej, przyp. 213 oraz 240.

¹⁷⁹ Zob. K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 203 niniejszego tomu.

musi być uznany za ograniczony, zmierzający raczej do kosmetycznej poprawy aniżeli zasadniczej reformy istniejącego reżimu, co widoczne jest zwłaszcza w zarzuceniu implementacji rekomendacji Grupy Wintera odnoszącej się do uznania zdolności aportowej usług. W średnim terminie Komisja zapowiada jednak przeprowadzenie dalszych badań i konsultacji dotyczących celowości odstąpienia od regulacji bazującej na kapitale zakładowym na rzecz alternatywnego modelu ochrony wierzycieli opartego głównie o elastyczniejszy test wypłacalności (ang. *solvency test*)¹⁸⁰.

5.1.3. ... do konkurencji pomiędzy ustawodawstwami

Antagoniści kapitału zakładowego w Europie mogą odnotować pewne sukcesy wykraczające poza sam dyskurs naukowy; oto orzecznictwo Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości (sprawy Centros¹⁸¹, Überseering¹⁸² oraz Inspire Art¹⁸³)¹⁸⁴ konsekwentnie toruje drogę dla konkurencji pomiędzy ustawodawstwami¹⁸⁵. Wpraw-

¹⁸⁰ Zob. Action Plan, s. 18; zob. też niżej, pkt 6.1.3.

¹⁸¹ Sprawa C-212/97 (Centros), wyrok ETS z 9 marca 1999 r.

¹⁸² Sprawa C-208/00 (Überseering), wyrok ETS z 5 listopada 2002 r.

¹⁸³ Sprawa C-167/01 (Inspire Art), wyrok ETS z 30 września 2003 r.

¹⁸⁴ Zob. M. Maciąg, P. Tereszkiwicz, *Uwagi na tle wyroku Trybunału Sprawiedliwości Wspólnot Europejskich w sprawie Centros*, *Transformacje Prawa Prywatnego* 2001, nr 2, s. 93 i n.; J. Napierała, *Teoria siedziby a swoboda zakładania przedsiębiorstw w świetle orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości w sprawie Überseering*, *Studia Prawnicze* 2003, nr 1, s. 89; K. Oplustil, P. Wiórek, *Aktualne tendencje w europejskim prawie spółek — orzecznictwo ETS...*, s. 4–5; T. Targosz, *Inspire Art — polskie prawo spółek a spółki „pozornie zagraniczne”*, *PS* 2005, nr 1, s. 10; T. Drygala, *Ewolucja, stan obecny i perspektywy rozwoju europejskiego prawa spółek (w:) Europejskie prawo spółek*, t. I, s. 31 i n.; A. Radwan, *Prawo spółek à la européenne*, cz. II, *Edukacja Prawnicza* 2004, nr 12, s. 29–30.

¹⁸⁵ W piśmiennictwie polskim na temat konkurencji między ustawodawstwami zob. J. Napierała, *Dyrektywa...*, s. 69–72; A. Radwan, *Prawo spółek...*, cz. II, s. 30; o konkurencji w Unii Europejskiej w literaturze zagranicznej zob. zwłaszcza S. Deakin, *Regulatory Competition versus Harmonisation in European Company Law*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 163, dokument dostępny w internecie na stronie: www.cbr.cam.ac.uk; K. Heine, W. Kerber, *European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence*, *European Journal of Law and Economics* 2002, s. 47; J.C. Dammann, *Freedom of Choice in European Corporate Law*, *The Yale Journal of International Law* 2004, s. 477; S. Lombardo, *Regulatory Competition in Company Law in the European Community. Prerequisites and Limits*, Frankfurt am Main i in. 2002; S. Grundmann, *Wettbewerb...*, s. 783; problem konkurencji pomiędzy ustawodawstwami został szeroko przedyskutowany w literaturze amery-

dzie z uwagi na obecny zakres harmonizacji droga ta otwiera się szeroko jedynie dla spółek prywatnych (z o.o.)¹⁸⁶, jednakże konsekwencje przemian w zakresie ochrony wierzycieli zainspirowanych konkurencją pomiędzy ustawodawstwami mogą promieniować na debatę nad regulacją kapitału także w spółkach publicznych¹⁸⁷. Zwłaszcza w ostatnim swoim orzeczeniu w sprawie Inspire Art Trybunał posunął się jeszcze dalej, faworyzując wręcz ochronę przez transparentność nad ochroną opartą na kapitale minimalnym¹⁸⁸, podzielając w tej mierze opinię wyrażoną przez Rzecznika Generalnego Siegberta Albera¹⁸⁹.

Konkurencja pomiędzy ustawodawstwami prowadzi do swobody wyboru statutu spółkowego. Tego rodzaju wolność kolizyjnoprawna w dziedzinie prawa spółek ma dalej idące konsekwencje niż w przypadku innych dziedzin, przykładowo prawa umów; wybór zagranicznej formy organizacyjnoprawnej wywołuje bowiem również skutki dla osób trzecich. Zagraniczna inkorporacja oznacza więc eksport całej gałęzi prawa — prawo „idzie” za spółką. Zagraniczne prawo spółek zostaje w związku z tym osadzone w systemie prawa krajowego, ponieważ inne dziedziny związane rządzą się własnymi regułami kolizyjnoprawnymi. Praktycznie doniosłą konsekwencją jest rozszczępienie statutu korporacyjnego oraz insolwencyjnego¹⁹⁰, prowadzące do współlistnienia zagranicznego prawa spółek z krajowym prawem upadłościowym, gdyż dla prawa i postępowania upadłościowego miarodajne jest prawo państwa, w którym znajduje się

kańskiej, przegląd piśmiennictwa amerykańskiego u L. Bebchuka, A. Cohena, A. Ferrela, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, NBER Working Paper No. 9389, przyp. 2 (tekst dostępny w internecie na stronie: www.nber.org/papers/w9380).

¹⁸⁶ Interesujące jest, że w stanie faktycznym leżącym u podstaw dwóch spośród wymienionych trzech orzeczeń (Centros, Inspire Art) powodem wyboru zagranicznego statutu spółkowego był zamiar obejścia przepisów o kapitale minimalnym.

¹⁸⁷ *Intellectual spill-over effect* — zob. P.O. Mülberr, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 700.

¹⁸⁸ Zob. wyrok ETS w sprawie C-167/01, akapit 135; zob. H. Merkt, *Die Pluralisierung des europäischen Gesellschaftsrechts*, RIW 2004, s. 6.

¹⁸⁹ Zob. akapity 141-144 opinii Rzecznika Generalnego Siegberta Albera; zob. też wcześniejszą opinię Rzecznika Generalnego Antonia La Pergola do sprawy Centros, akapit 21.

¹⁹⁰ Zob. T. Drygala, *Ewolucja...*, s. 55.

główny ośrodek podstawowej działalności dłużnika¹⁹¹. Tymczasem z uwagi na odmienne tradycje prawne, brak jest zgodności pomiędzy państwami członkowskimi, jakie materie należą do prawa spółek, jakie zaś pozostają domeną prawa upadłościowego. W konsekwencji nałożenie się statutów korporacyjnego i upadłościowego może prowadzić zarówno do nakładania się rozwiązań prawnych (konflikt pozytywny), jak i do powstania luk (konflikt negatywny). Dotyczyć to może zwłaszcza kwestii odpowiedzialności członków zarządu z powodu niezgłoszenia we właściwym terminie wniosku o upadłość, która np. w Niemczech należy do prawa spółek (§ 64 ust. 1 GmbH-Gesetz, § 92 ust. 2 Aktiengesetz), podczas gdy we Francji i Wielkiej Brytanii należy do prawa upadłościowego (odpowiednio art. L 624-3 Code de Commerce; sec. 214 Insolvency Act)¹⁹².

5.1.4. Tradycyjny system ochrony wierzycieli pod presją rynków kapitałowych

W ostatnim czasie zachwiał się istotny punkt podparcia tradycyjnej koncepcji ochrony wierzycieli przy użyciu kapitału zakładowego, a mianowicie tradycyjna rachunkowość finansowa. Do tej pory kontynentalnoeuropejska księgowość wyznawała zasadę ostrożnego bilansowania (niem. *Vorsichtsprinzip*), tj. uwzględniania wartości według ceny nabycia. W konsekwencji system ten sprzyjał zaniżaniu aktywów oraz zawyżaniu pasywów, co redukowało wielkość majątku mogącą ulec wypłacie na rzecz wspólników, chroniąc w ten sposób wierzycieli¹⁹³. Obecnie wraz z rozporządzeniem IAS¹⁹⁴ skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek emitujących papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym spo-

¹⁹¹ Zob. art. 4 ust. 1 w zw. z art. 3 ust. 1 rozporządzenia Rady WE nr 1346/2000 z 29 maja 2000 r. w sprawie postępowania upadłościowego, zob. T.M. Bos, *The European Insolvency Regulation and the Harmonization of Private International Law in Europe*, NILR 2003, s. 31; M. Glicz, *Prawo upadłościowe Unii Europejskiej*, PPH 2003, nr 11, s. 28.

¹⁹² Szczegóły zob. w: T. Drygala, *Ewolucja...*, s. 55; zob. też niżej, pkt 6.1.4.

¹⁹³ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 496.

¹⁹⁴ Zob. wyżej, przyp. 132.

rzządzane mają być według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (*International Financial Reporting Standards*), które implementują anglosaską zasadę *true and fair view*, kładąc tym samym nacisk na funkcję informacyjną dla inwestorów na rynku kapitałowym raczej niż funkcję ochrony wierzycieli¹⁹⁵. W konsekwencji nie jest już możliwa asymetryczna wycena aktywów i pasywów. Innymi słowy w zestawieniu z konserwatywną metodą opartą na *Vorsichtsprinzip* możliwe jest zapisywanie większych sum po stronie aktywów, a mniejszych po stronie pasywów¹⁹⁶. Zmiana w standardach rachunkowości jest wyrazem z jednej strony rosnącego znaczenia rynków kapitałowych w finansowaniu przedsiębiorstw¹⁹⁷, z drugiej zaś rosnącej internacjonalizacji obrotu¹⁹⁸. Presja ze strony rynku kapitałowego wiąże się również z tym, że system kapitału zakładowego niejednokrotnie stoi w sprzeczności z postulatami *shareholder value*, stanowiąc przeszkodę dla optymalizacji polityki dywidend spółek publicznych¹⁹⁹.

Dodatkowo w związku z wprowadzeniem regulacji dotyczących wyposażenia kapitałowego banków Bazylea II (*Basel II Capital Accord*), które uzależniają kredytowanie od wyników obowiązkowego ratingu badającego wiarygodność kredytową dłużników, nowe zasady bilansowania wg standardów IFR pozwalają na przychylniejszą ocenę zdolności kredytowej spółki²⁰⁰.

¹⁹⁵ Zob. W. Schön, *The Future...*, s. 434; tenże, *Die Zukunft...*, s. 164; H. Merkt, *Creditor...*, s. 1046; P.O. Mühlbert, M. Birke, *Legal Capital...*, s. 699.

¹⁹⁶ Zob. H. Merkt, *Creditor...*, s. 1046.

¹⁹⁷ F. Kübler, *The Rules...*, s. 107 i n.

¹⁹⁸ Zob. J. Wouters, *European Company Law: Quo Vadis?*, CMLRev. 2000, s. 280–281; A. Radwan, *Prawo spółek...*, cz. I, s. 42.

¹⁹⁹ Szerzej na ten temat zob. niżej, pkt 5.2.3.

²⁰⁰ Zob. H. Merkt, *Creditor...*, 1046; tenże, *Der Kapitalschutz...*, s. 308.

5.2. Mankamenty ochrony wierzycieli przy użyciu kapitału zakładowego

5.2.1. Arbitralność i „ryczałtowość” regulacji

Reżim kapitału zakładowego obowiązuje z pewnymi różnicami²⁰¹ w całej Unii Europejskiej dla wszystkich spółek akcyjnych oraz spółki europejskiej *Societas Europaea*, a w wielu krajach w podobnej formie również dla spółek prywatnych (z o.o.).

Pomijając przypadki szczególne (np. banki, zakłady ubezpieczeń) reżim ten obowiązuje w jednakowym zakresie w obrębie danego typu spółki kapitałowej, bez względu na jej specyfikę, branżę, sytuację na rynku itp. W szczególności ze względu na praktyczną niemożliwość dokonania precyzyjnego wyliczenia *ex ante* prawo nie nakłada obowiązku utrzymania kapitału zakładowego w wysokości odpowiadającej iloczynowi prawdopodobieństwa wystąpienia szkody oraz jej antycypowanego rozmiaru²⁰². Jest to widoczne chociażby na przykładzie minimalnej wysokości kapitału zakładowego niewykazującej związku z rozmiarem i rodzajem działalności spółki²⁰³. Wielkość ta może być dla niektórych rodzajów działalności trywialna i zdecydowanie nieadekwatna do rozmiarów działalności oraz związanych z nią zagrożeń dla wierzycieli²⁰⁴, podczas gdy dla innych (np. innowacyjne spółki typu *high-tech*) może stanowić barierę dostępu do formy prawnej z ograniczoną odpowiedzialnością²⁰⁵. Szczególny mankament wiąże się ponadto z nieuwzględnieniem specyfiki grupy przedsiębiorstw powiązanych. Grupa taka stanowi całość gospodarczą, co widoczne jest choćby przy upadłościach, które niejednokrotnie dotyczą jednocześnie całej grupy. Tymczasem system kapitału zakładowego nawiązuje jedynie do sytuacji poszcze-

²⁰¹ Różnice wynikają po pierwsze z odmiennej transpozycji ustawowej drugiej dyrektywy w zakresach, gdzie stanowi ona standard minimalny, oraz z różnic w praktyce stosowania prawa.

²⁰² Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1194; zob. też wyżej, pkt 2.2.4.

²⁰³ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy, zysk...*, s. 358; W. Schön, *The Future...*, s. 437; tenże, *Wer schützt...*, s. 1.

²⁰⁴ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1185–1186.

²⁰⁵ Zob. F. Kübler, *The Rules...*, s. 108.

gólnych spółek należących do grupy, traktując je konsekwentnie jako oddzielne organizmy²⁰⁶. Podobnie system ten nie uwzględnia różnic w interesach wierzycieli spółek. System kapitału zakładowego stanowi więc podejście „zryczałtowane” na zasadzie *one-size-fits-all protection*²⁰⁷.

Argument, że utrzymanie kapitału zakładowego prowadzi do redukcji kosztów transakcyjnych poprzez stworzenie gotowego systemu ochronnego, nie znajduje odzwierciedlenia w praktyce, ponieważ również w krajach, gdzie system ten obowiązuje, wierzyciele sięgają do innych metod ochrony swoich interesów. W ten sposób dochodzi jedynie do zbędnego dublowania reżimów: ustawowego i kontraktowego. Jeśli instytucja kapitału zakładowego miałaby pełnić funkcję redukującą koszty transakcyjne, powinna być ona wówczas uregulowana przepisami względnie obowiązującymi²⁰⁸.

5.2.2. Wzrost kosztów tworzenia spółek i podwyższania kapitału

System kapitału zakładowego utrudnia tworzenie spółek kapitałowych poprzez nieuzasadnione ograniczenia w zakresie wnoszenia wkładów, wyłączając zdolność aportową usług świadczonych na rzecz spółki, co uderza w szczególności w młode spółki z sektora *high-tech*, które bazują w większej mierze na innowacyjności i usługach założycieli (*human capital*) aniżeli na tradycyjnym kapitale²⁰⁹.

Ponadto system ten podnosi znacząco koszty tworzenia spółek akcyjnych oraz pozyskiwania przez nie kapitału poprzez obowiązkowe poddawanie wkładów niepieniężnych wycenie ze strony biegłych rewidentów²¹⁰. Tymczasem ewaluacja dokonana przez biegłych rewidentów jest praktycznie doniosła jedynie w dniu jej dokonania. W toku działalności spółki informacja o wycenie wniesionych

²⁰⁶ Trafnie A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 483.

²⁰⁷ Zob. G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 76; A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 483.

²⁰⁸ Zob. J. Armour, *Share Capital...*, s. 375–377; sceptycznie B. Manning, J.J. Hanks Jr., *Legal Capital*, s. 176.

²⁰⁹ Zob. F. Kübler, *The Rules...*, s. 108; J.E. Antunes, *An Economic Analysis...*, s. 17–18.

²¹⁰ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1195.

wkładów posiada jedynie wartość historyczną, na której wierzyciele nie mogą polegać²¹¹; wkłady wspólników mogły bowiem w międzyczasie ulec utracie na skutek zdarzeń losowych bądź błędnych decyzji inwestycyjnych²¹². Należy jednak zaznaczyć, że wycena taka może mieć znaczenie dla wspólników mniejszościowych, gwarantując im, że objęcie akcji w zamian za wkłady niepieniężne o nieadekwatnej wartości nie doprowadzi do rozwodnienia majątkowego (kapitałowego)²¹³ przy tworzeniu spółki, ewentualnie przy podwyższeniu kapitału, zwłaszcza przy wyłączeniu prawa poboru dotychczasowych wspólników²¹⁴.

5.2.3. Zagrożenia dla realizacji postulatów koncepcji *shareholder value*

Sztywne, niedostosowane do potrzeb konkretnego przypadku zasady dotyczące dystrybucji (wyплаты dywidendy) blokują uzasadnione ekonomicznie wypłaty²¹⁵, co prowadzi do nieefektywnej alokacji kapitału — jest on przymusowo teauzuryzowany w spółkach, zamiast zostać przez akcjonariuszy zainwestowanym w inne, bardziej obiecujące przedsięwzięcia²¹⁶. Dodatkowo członkowie zarządu, których partykularne interesy mogą być niezgodne z zasadami *shareholder value*, znajdują w systemie kapitału zakładowego usprawiedliwienie dla swojej zachowawczej polityki w zakresie dywidend. Odbiera to jednocześnie akcjonariuszom swobodę decydowania o środkach, przez co zmniejsza się strona podaźowa na rynku kapi-

²¹¹ Inaczej T. Mróz, *Funkcje...*, s. 182, która utrzymuje, że kapitał zakładowy świadczy o pozycji spółki na rynku i o jej wiarygodności.

²¹² Zob. W. Schön, *The Future...*, s. 437.

²¹³ Na temat pojęcia rozwodnienia majątkowego/kapitałowego zob. J. Napierała (w:) *Prawo handlowe*, red. A. Koch, J. Napierała, Zakamycze 2002, s. 425; M. Romanowski, *Cena emisyjna akcji*, PPH 1999, nr 7, s. 45; A. Radwan, *Prawo poboru...*, s. 169–170; H. Hirte, *Bezugsrechtsaus-schluß und Konzernbildung*, Köln 1986, s. 7 i n.; H. Hirte, *Kapitalgesellschaftsrecht*, wyd. 2, Köln 1999, s. 261.

²¹⁴ Zob. na ten temat W. Bayer, *Transparenz und Wertprüfung beim Erwerb von Sacheinlagen durch genehmigtes Kapital* (w:) *Festschrift für Peter Ullmer*, Berlin 2003, s. 21, a zwłaszcza s. 31 i n.

²¹⁵ Zob. H. Merkt, *Creditor...*, s. 1049; P.O. Mülberr, *Zukunft...*, s. 151.

²¹⁶ Zob. L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors...*, s. 1196.

tałowym, co z kolei czyni go mniej płynnym i mniej konkurencyjnym. Wszystko to sprawia, że inwestowanie na rynku kapitałowym traci na atrakcyjności²¹⁷. Sytuacja akcjonariuszy zainteresowanych w pobieraniu dywidend uległa pewnej poprawie w związku ze zmianą zasad bilansowania będącej konsekwencją wprowadzenia sprawozdawczości finansowej według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (*International Financial Reporting Standards*)²¹⁸. Standardy IFR umożliwiające bardziej liberalne bilansowanie pozwalają spółce „wyglądać” finansowo średnio o 30% lepiej w porównaniu z wynikiem osiągniętym przy zastosowaniu konserwatywnych metod opartych na *Vorsichtsprinzip*²¹⁹.

System oparty na kapitale zakładowym realizuje ponadto błędne założenie, że wierzyciele spółki zawsze zasługują na ochronę bardziej aniżeli jej akcjonariusze. Tymczasem zestawienie pozycji drobnych akcjonariuszy — inwestorów na rynku kapitałowym — z sytuacją profesjonalnych banków musi prowadzić do odwrotnej konkluzji. To właśnie akcjonariusze pierwsi tracą zainwestowane w spółkę pieniądze. Dodatkowe znaczenie ma element systemowy — ważnym inwestorem na rynku są fundusze emerytalne, od których dochodowości zależy przyszły los milionów ich uczestników²²⁰.

5.2.4. Utrudnienie restrukturyzacji spółek

System kapitału zakładowego utrudnia również restrukturyzację spółek, co jest spowodowane zakazem emisji akcji poniżej wartości nominalnej. W sytuacji bowiem, kiedy wartość rynkowa akcji/ udziałów spadnie poniżej ich wartości nominalnej, spółka traci możliwość pozyskania kapitału przez emisję nowych praw udziałowych; *de iure* jest to niemożliwe ze względu na zakaz emisji poniżej wartości nominalnej, natomiast *de facto* z uwagi na brak popytu przy cenie emisyjnej przekraczającej wartość rynkową. W takiej sytuacji przed

²¹⁷ Zob. F. Kübler, *The Rules...*, s. 108.

²¹⁸ Szerzej na ten temat zob. wyżej, pkt 5.1.4.

²¹⁹ Zob. H. Merkt, *Creditor...*, s. 1046; H. Merkt, *Der Kapitalschutz...*, s. 308.

²²⁰ Tak słusznie A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 490.

podwyższeniem kapitału konieczne — choć z uwagi na istniejące w niektórych systemach przepisy dotyczące minimalnej wartości nominalnej akcji/udziału nie zawsze możliwe — jest uprzednie obniżenie kapitału, aby zniwelować różnicę pomiędzy wartością nominalną a ceną, jaką gotowi będą zapłacić nabywcy nowych praw udziałowych. Zabieg taki — nawet jeśli wiąże się z pewnymi ułatwieniami w stosunku do realnego obniżenia kapitału zakładowego — pociąga jednak za sobą zbędne koszty dla spółki, która i tak boryka się już z kłopotami finansowymi²²¹. Tymczasem taka złożona operacja będąca konsekwencją zakazu emisji poniżej wartości nominalnej jest z ekonomicznego punktu widzenia — w każdym razie z punktu widzenia wierzycieli — zupełnie zbędna, a nawet szkodliwa. Utrudnia (opóźnia i podraża) ona bowiem restrukturyzację, pomimo że z uwagi na kolejność zaspokojenia²²² każda, choćby najmniejsza wpłata ze strony współników na rzecz spółki poprawia sytuację wierzycieli. Dodatkowo ewentualne objęcie akcji poniżej wartości nominalnej w istniejącym reżimie kapitału zakładowego doprowadziłoby do podwyższenia progu kapitału zakładowego, a więc zakresu związania majątku spółki na przyszłość. Rozwiązanie zakazujące emisji akcji poniżej wartości nominalnej stanowi kwintesencję absurdu systemu kapitału zakładowego w zakresie pokrycia kapitału²²³. Inaczej niż w przypadku wyceny wkładów przez biegłych rewidentów, regulacji tej nie da się usprawiedliwić ochroną współników przed rozwodnieniem, ponieważ dla efektu rozwodnienia miarodajne jest nie odniesienie do wartości nominalnej, lecz do rzeczywistej wartości akcji/udziałów²²⁴. Wartość nominalna akcji na-

²²¹ Zob. W. Schön, *Wer schützt...*, s. 2.

²²² Zob. wyżej, pkt 2.1.1.

²²³ Stosunkowo szybko od zakazu emisji poniżej wartości nominalnej odstąpiono w prawie amerykańskim — zob. orzeczenie z 1981 r. w sprawie *Handley v. Stutz*, 139 US 417; zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 445.

²²⁴ Pośrednio na znaczenie wartości nominalnej akcji dla ochrony współników zwrócili uwagę eksperci skupieni w Grupie Wintera, zob. HLG, *Report*, s. 84; podobnie M.S. Spolidoro, *The Legal Capital and the Raising of Funds through the Issuance of Securities in Italy*, AG 1998, s. 365; pogląd ten nie jest jednak zasadny, zob. A. Radwan, *Pravo poboru...*, s. 112; w tym samym kierunku F. Kübler, *The Rules...*, s. 101, który powołuje się jednak na obowiązek lojalności zarządu (*fiduciary duty*).

wiązuje zatem do wielkości historycznej z chwili jej emisji i to jedynie wówczas, jeżeli cena emisyjna nie była wyższa od wartości nominalnej. Dlatego też przydatność wartości nominalnej akcji/udziału jest jeszcze bardziej dyskusyjna niż *ratio* utrzymania instytucji kapitału zakładowego, z którym wartość nominalna akcji/udziałów jest ściśle, jakkolwiek nie nierozzerwalnie związana. Należy w związku z tym postulować wprowadzenie akcji pozbawionych wartości nominalnej (*no par value shares*)²²⁵.

5.2.5. Nieskuteczność w praktyce

Jak wspomniano powyżej, wysokość kapitału zakładowego nie pozostaje w żadnym związku z przedmiotem i rozmiarem działalności spółki²²⁶, co skazuje tę formę ochrony wierzycieli na nieskuteczność, nawet przy założeniu, że stworzenie pewnej kapitałowej bazy początkowej jest słusznym rozwiązaniem z punktu widzenia wierzycieli. Ustalanie wysokości kapitału indywidualnie dla każdego przypadku nie wydaje się z kolei możliwe w praktyce²²⁷, tym bardziej że uzasadniona wielkość może zmieniać się w czasie. Ponadto w czasie funkcjonowania spółki nie istnieje obowiązek utrzymania wartości majątku spółki na poziomie odpowiadającym kapitałowi zakładowemu²²⁸. Kapitał zakładowy stoi na drodze jedynie wypłatom na rzecz wspólników, nie zaś innym zdarzeniom pomniejszającym majątek spółki. W konsekwencji dane dotyczące majątku spółki, które mogą być odczytane z kwoty kapitału zakładowego, mają więc w toku funkcjonowania spółki jedynie wartość historyczną²²⁹. Z tego punktu widzenia nie jest jasne, dlaczego akurat mo-

²²⁵ Na temat akcji bez wartości nominalnej zob. M. Cejmer, K. Zawicki, *Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominalowe)*, s. 101 i n. niniejszego tomu.

²²⁶ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy, zysk...*, s. 358; W. Schön, *The Future...*, s. 437; tenże, *Wer schützt...*, s. 1.

²²⁷ Zob. F. Kübler, *Aktie...*, s. 32.

²²⁸ Zob. P.O. Mülbart, *Zukunft...*, s. 155;

²²⁹ Zob. wyżej przyp. 149 oraz tekst towarzyszący.

ment powstania spółki miałby być traktowany inaczej niż jakikolwiek inny moment następujący po nim. Wiadomość, że spółka jest nowa, powinna wystarczyć wierzycielom do uwzględnienia tej okoliczności w kontaktach ze spółką²³⁰.

Ponadto kapitał zakładowy pozostaje w relacji jedynie do części majątku spółki, który wiąże uniemożliwiając wypłaty na rzecz wspólników. Z tego punktu widzenia w spółkach posiadających relatywnie niską kwotę kapitału zakładowego zgodne z prawem byłoby dokonanie wypłat nawet w okresie bezpośrednio poprzedzającym niewypłacalność, o ile nastąpiłoby to według zasad bilansowych i nie naruszyłoby formalnych zasad dystrybucji opartych na konstrukcji kapitału zakładowego²³¹. Orzecznictwo niemieckie próbowało częściowo wypełnić tę lukę tworząc konstrukcję odpowiedzialności z powodu wyprowadzenia majątku ze spółki zależnej, które doprowadziło do upadłości a masa nie wystarcza na zaspokojenie roszczeń wierzycieli (*Haftung für existenzvernichtende Eingriffe*)²³².

Dodatkowo teoretyczne założenie o „mechaniczności” stosowania prawa, redukcji liczby zbędnych sporów sądowych oraz odciążeniu sądów dzięki przyjęciu normatywnej strategii ochrony wierzycieli opartej o zestaw klauzul szczegółowych²³³ nie znajduje potwierdzenia w praktyce; rzeczywisty rezultat okazuje się bowiem odwrotny w stosunku do oczekiwanego²³⁴. Próbuąc uszczelnić system oparty na kapitale zakładowym judykatura niemiecka wpadła w „pułapkę dogmatyczną”, rozwijając oderwane od potrzeb życia gospodarczego konstrukcje ukrytych wkładów niepieniężnych (niem. *verdeckte Sacheinlagen*)²³⁵, czy też zaskakując uczestników życia go-

²³⁰ Jednak przykładowo prawo belgijskie w sposób szczególny traktuje spółki „młode”, przewidując odpowiedzialność założycieli spółki kapitałowej w przypadku jej upadłości w ciągu 3 lat od chwili jej powstania, jeśli zostanie stwierdzona niedostateczna kapitalizacja — zob. M. Lutter, *Vom formellen...*, s. 176.

²³¹ Zob. HLG, *Report*, s. 87.

²³² Zob. BGHZ 151, s. 181 (Kindl-Backwaren-Vertrieb); BGHZ 149, s. 10 (Bremer Vulkan); zob. na ten temat W. Schön, *Zur „Existenzvernichtung“ der juristischen Person*, ZHR 2004, s. 268.

²³³ Zob. wyżej, pkt 4.3.

²³⁴ Prostotę w stosowaniu jako cechę systemu kapitału zakładowego przyjmują jednak G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 83.

²³⁵ Na temat koncepcji ukrytych wkładów niepieniężnych zob. J. Sokolowski, *Ukryte wkłady niepieniężne w prawie niemieckim, europejskim i polskim*, PPH 2001, nr 2, s. 14.

spodarczego zmianami linii orzeczniczej w zakresie odpowiedzialności wspólników spółki w organizacji (niem. *Vorgesellschaft*)²³⁶. Idealistyczne założenie o stworzeniu klarownego systemu wnoszenia i utrzymania kapitału w praktyce oznacza „zabawę w kotka i myszkę”, w której wspólnicy podejmują próby obchodzenia przepisów gwarantujących realne pokrycie kapitału. Konsekwencją rozbudowania złożonych konstrukcji dogmatycznych jest wzrost kosztów stosowania prawa oraz zapotrzebowania na specjalistyczną obsługę prawną. Nieco ironicznie można więc stwierdzić, że system kapitału zakładowego nie tyle chroni wierzycieli, ile stanowi gwarancję zatrudnienia dla rzesz prawników²³⁷.

Najbardziej doniosły jest jednak argument o charakterze empirycznym. Dane empiryczne wskazują bowiem, że ochrona przy użyciu kapitału zakładowego nie jest w praktyce skuteczna nawet w Niemczech — kraju, w którym koncepcja kapitału zakładowego została rozbudowana w drodze orzecznictwa do poziomu znacznie przekraczającego minimum wynikające z drugiej dyrektywy. Statystyki niemieckie pokazują znaczną liczbę upadłości²³⁸, w tym w dużej mierze bankructw, w przypadku których masa nie pozwoliła nawet na otwarcie postępowania upadłościowego²³⁹.

6. Ku nowemu modelowi ustawowej ochrony wierzycieli

6.1. Czynniki wpływające na kształt pożądanego modelu ustawowej ochrony wierzycieli

Przedstawiona analiza wskazuje, że system ochrony wierzycieli bazujący na koncepcji kapitału zakładowego jest daleki od do-

²³⁶ Zob. BGHZ 65, s. 378; BGHZ 91, s. 148; BGHZ 134, s. 333; na ten temat zob. K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, s. 1021 i n.

²³⁷ Zob. P.O. Mühlert, *Zukunft...*, s. 161.

²³⁸ Zob. dane u O. Sandrock, *Sitzrecht...*, s. 898, przyp. 15.

²³⁹ Dane u H. Konzen, *Der Gläubigerschutz bei Liquidation der masselosen GmbH (w:) Festschrift für Peter Ulmer*, Berlin 2003, s. 323.

skonałego. W szczególności za wysoce szkodliwe uznać należy obecne zasady dotyczące realnego pokrycia kapitału, które nakładają znaczne koszty na spółki, mając przy tym minimalne znaczenie z punktu widzenia ochrony wierzycieli, w każdym razie nie na tyle poważne, by zrównoważyć koszty utrzymania *status quo*. W połączeniu z systemem akcji posiadających obowiązkową wartość nominalną (lub stanowiącą jej ekwiwalent minimalną wartość frakcyjną) reżim ten okazuje się być również szkodliwy dla wierzycieli. System ten powinien zostać zniesiony bez zastępowania go innym, ewentualnie — i co najwyżej — pozostawiony jako regulacja dyspozytywna²⁴⁰. Inaczej przedstawia się problematyka utrzymania kapitału. W tym przypadku ograniczona odpowiedzialność wspólników oraz opisane powyżej niebezpieczeństwa działań oportunistycznych z ich strony²⁴¹ uzasadniają stworzenie reguł ograniczających wypłaty na rzecz wspólników. Reguły takie muszą być pojmowane jako istotny element uzupełniający zasady dotyczące kolejności zaspokajania roszczeń w przy podziale pozostałego majątku spółki. Z uwagi na przewagę informacyjną oraz wykonywanie bezpośredniej kontroli nad majątkiem wspólnicy mogliby *de facto* odwrócić zasadę pierwszeństwa zaspokojenia wierzycieli.

W zakresie utrzymania kapitału krytyka instytucji kapitału zakładowego musi być więc krytyką konstruktywną, tj. połączoną z zaproponowaniem modelu alternatywnego.

Rozważając wprowadzenie takiego modelu należy wziąć pod uwagę przede wszystkim:

- różnice w kulturach prawnych, tradycjach oraz infrastrukturze sądowej i prawnej poszczególnych państw (zob. niżej, pkt 6.1.1),

²⁴⁰ Osobnego rozważenia wymaga ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed rozwodnieniem następującym na skutek wniesienia niedoszacowanych wkładów. Dla zapewnienia ochrony ich interesów nie jest w każdym razie konieczne przewidywanie obowiązkowej wyceny dla każdego przypadku wkładów niepieniężnych, najbardziej niebezpieczne dla mniejszości są konfliktogenne transakcje *self-dealing*, kiedy emisja następuje na rzecz akcjonariusza większościowego lub podmiotów związanych z akcjonariuszem większościowym bądź zarządem; poza tymi przypadkami tego tylko wyjątkowo badanie wyceny wkładów będzie mogło być uznane za uzasadnione.

²⁴¹ Zob. wyżej, pkt 2.2.

- rzeczywiste potrzeby ochrony wierzycieli (zob. niżej, pkt 6.1.2),
- szersze uwzględnienie postulatu ułatwienia pozyskiwania przez spółki kapitału, w tym za pośrednictwem rynku kapitałowego (zob. niżej, pkt 6.1.3),
- rozkład kompetencji legislacyjnych pomiędzy państwami członkowskimi w zakresie tworzenia prawa relewantnego z punktu widzenia ochrony wierzycieli (zob. niżej, pkt 6.1.4).

6.1.1. Postulat indywidualizacji ze względu na tradycje prawne

Postulat uwzględnienia różnic istniejących pomiędzy poszczególnymi państwami w zakresie kultury i tradycji prawnych oraz dostępnej infrastruktury sądowej i prawnej jest przede wszystkim argumentem przeciwko harmonizacji. Jak się bowiem okazuje transpozycja przepisów dyrektywy kończy się często na poziomie prawa w teorii, bez osiągnięcia stanu konwergencji w praktyce. Przede wszystkim jednak „gorset” narzucony przez ustawodawcę europejskiego uniemożliwia wybór strategii optymalnej dla każdego systemu. W zależności od uwarunkowań kulturowych i zaszczości historycznych w pewnych systemach lepiej może sprawdzać się przyjęcie strategii standardów uczciwości (*standards strategy*)²⁴², podczas gdy w innych lepsze rezultaty przyniesie zastosowanie strategii normatywnej (*rules strategy*)²⁴³ opartej zwłaszcza na kapitale zakładowym. Jak wskazano powyżej, zastosowanie tej pierwszej wymaga posiadania określonej infrastruktury prawnej, tj. zwłaszcza odpowiednio wykwalifikowanych sędziów potrafiących stosować klauzule generalne. W zależności od stopnia rozwoju i tradycji sądownictwa poszczególne państwa powinny mieć możliwość wyboru określonej strategii, w tym stosowania wariantów pośrednich o różnym rozłożeniu akcentów. Dyskutowany postulat nie powinien być rozumiany jako argument wyłączający całkowicie podejmowanie przez ustawodawcę europejskiego kroków harmonizacyjnych.

²⁴² Zob. wyżej, pkt 4.2.

²⁴³ Zob. wyżej, pkt 4.3.

W szczególności za uzasadnione ekonomicznie uznać należy zbliżanie czy nawet ujednolicanie krajowych regulacji podpadających pod kategorię strategii uczestnictwa (*affiliation strategy*), które pełnią rolę komplementarną wobec pozostałych możliwości ochrony, zwłaszcza kontraktowej. Harmonizacja tych norm, zwłaszcza w dziedzinie obowiązków publikacyjnych oraz standardach rachunkowości, przyczynia się bowiem do obniżenia kosztów transakcyjnych oraz zwiększenia pewności obrotu. Jednocześnie tego rodzaju legislacja wspólnotowa charakteryzuje się mniejszym stopniem ingerencji w krajowe porządki prawne.

6.1.2. Postulat indywidualizacji ze względu na rzeczywiste potrzeby wierzycieli

Przedstawiona powyżej analiza ujawniła, że wierzyciele nie stanowią jednolitej grupy oraz że różne kategorie wierzycieli w różnym zakresie wymagają ochrony na wypadek niewypłacalności dłużnika korporacyjnego²⁴⁴. Wierzyciele o mocnej pozycji rynkowej nie wymagają zasadniczo ochrony ustawowej. Ochrona taka jest natomiast potrzebna dla pozostałych kategorii wierzycieli. W świetle przeprowadzonej powyżej analizy można przyjąć, że potrzeba ochrony występuje w sytuacjach, kiedy:

- wierzyciele nie są w stanie sami się chronić z uwagi na brak stosownych umiejętności (profesjonalizmu);
- wierzyciele są zbyt słabi, by wynegocjować warunki zapewniające im ochronę;
- koszt zabezpieczenia byłby nieadekwatnie wysoki w stosunku do wysokości wierzytelności;
- wierzyciele nie wiedzą uprzednio, wobec kogo i w jakiej wysokości zostaną wierzycielami.

²⁴⁴ Zob. wyżej, pkt 3.

W wymienionych przypadkach uzasadniona jest zatem interwencja ze strony ustawodawcy, która nie powinna jednak wykroczać poza usprawiedliwione maksimum, tj. poziom, przy którym koszt krańcowy wzrostu poziomu ochrony zrównuje się z wynikającymi z niego korzyściami.

W toku analizy wskazano na szereg instrumentów, które funkcję ochrony wierzycieli pełnią lepiej i/lub taniej niż kapitał zakładowy. Do instrumentów tych należą:

- obowiązkowe ubezpieczenie od odpowiedzialności cywilnej w dziedzinach z którymi wiąże się kwalifikowane ryzyko,
- pełniące podobne funkcje tworzenie specjalnych funduszy gwarancyjnych (choć ekonomiczne racje tworzenia takich funduszy są słabsze),
- preferencyjne traktowanie „słabych” wierzycieli w postępowaniu upadłościowym i egzekucyjnym,
- odpowiedzialność członków zarządu z tytułu naruszenia obowiązku lojalności wobec wierzycieli poprzez prowadzenie działalności w sytuacji, w której uniknięcie niewypłacalności powinno być zostać uznane za nieuniknione (*wrongful trading*),
- w wyjątkowych przypadkach przebijająca odpowiedzialność wspólników,
- pomocniczo, jako środek dyscyplinujący oraz prewencyjny — dyskwalifikacja członków zarządu z powodu kwalifikowanego naruszenia prawa.

6.1.3. Postulat ułatwienia finansowania spółek

Jak zaznaczono powyżej, system kapitału zakładowego na dwa sposoby powoduje utrudnienia finansowanie spółek: poprzez wydłużenie i podrożenie procesu podwyższania kapitału²⁴⁵ oraz poprzez utrudnienia w optymalizacji polityki dywidend²⁴⁶. Pierwsza z przeszkód ma swoje źródło w zasadzie realnego pokrycia kapitału, druga

²⁴⁵ Zob. wyżej, pkt 5.2.2.

²⁴⁶ Zob. wyżej, pkt 5.2.3.

natomiast w zasadzie utrzymania kapitału. Jak wykazano w toku powyższych wywodów zasada realnego pokrycia kapitału powinna zostać odłożona do lamusa²⁴⁷. Jeśli chodzi o zasadę utrzymania kapitału, którą w Europie realizuje obecnie instytucja kapitału zakładowego (w połączeniu ewentualnie z innymi kapitałami obowiązkowymi)²⁴⁸, wskazane jest zastąpienie obecnego systemu modelem alternatywnym. Model taki powinien opierać się na teście wypłacalności spółki (ang. *solvency test*), co zostało zaproponowane przez High Level Group of Company Law Experts²⁴⁹ oraz zapowiedziane przez Komisję Europejską jako zadanie w perspektywie średnioterminowej²⁵⁰. Zgodnie z propozycją High Level Group test wypłacalności przeprowadzany byłby w oparciu o co najmniej dwa kumulatywnie stosowane kryteria: test bilansowy (ang. *balance sheet test, net assets test*) oraz test płynności (ang. *liquidity test, current assets/current liabilities test*)²⁵¹. W ten sposób system europejski zbliżyłby się do modelu funkcjonującego w Stanach Zjednoczonych, gdzie instytucja kapitału zakładowego już dawno została bądź to formalnie zniesiona, bądź też pozbawiona jakiegokolwiek doniosłości w praktyce²⁵². Ostatnio alternatywny model ustalania wysokości kwot mogących podlegać wypłatom na rzecz wspólników został zaproponowany przez brytyjską grupę ekspercką kierowaną przez profesora Jonathana Rickforda²⁵³. Model ten zakłada test wypłacalności poparty oświadczeniem zarządu (*certification requirement*), że spółka pozostanie

²⁴⁷ Zob. wyżej, pkt 6.1.

²⁴⁸ Na temat znaczenia kapitału zakładowego jako instrumentu determinującego wypłaty zob. I. Komarnicki, *Ograniczenia wypłat...*, s. 113 (w prawie europejskim), s. 127 (w prawie polskim); tenże, *Kwota...*, s. 27 i n.; A. Opalski, *Dywidenda...*, s. 2 i n.; analiza porównawcza wybranych systemów krajowych państw europejskich zob. J. Rickford, *Reforming Capital...*, s. 998 i n.

²⁴⁹ Zob. HLG, *Report*, s. 87–88.

²⁵⁰ Zob. Action Plan, s. 18.

²⁵¹ Zob. HLG, *Report*, s. 87–88; zob. na ten temat I. Komarnicki, *Ograniczenia wypłat...*, s. 150–153 (test płynności), s. 154–156 (test bilansowy).

²⁵² Szczegółowa analiza rozwiązań obowiązujących w najważniejszych stanach USA oraz w ustawie modelowej Revised Model Business Corporation Act (R.M.B.C.A.) zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 437 i n.; I. Komarnicki, *Ograniczenia wypłat...*, s. 103 i n.; zob. też J. Rickford, *Reforming Capital...*, s. 998 i n.

²⁵³ Zob. *ibidem*, s. 966 i n., a zwłaszcza s. 971 i n.

wypłacalna w okresie roku po dokonaniu dystrybucji, przy czym przy składaniu oświadczenia zarząd powinien wziąć pod uwagę sprawozdania finansowe spółki, zaś w sytuacjach, kiedy dopuszczalność wypłaty nie wynika z testu bilansowego (*balance sheet net assets test*), zarząd powinien uzasadnić, dlaczego wypłata jest mimo wszystko dopuszczalna²⁵⁴. Rozmiary niniejszego artykułu nie pozwalają na pełne ustosunkowanie się do kwestii optymalnego systemu ustalania kwot mogących być przedmiotem wypłat na rzecz akcjonariuszy. W każdym razie którykolwiek z systemów opartych na teście wypłacalności wykazuje przewagę nad reżimem kapitału zakładowego. Wynika stąd, że wybór powinien nastąpić z uwzględnieniem wzmiankowanych propozycji europejskich (High Level Group, Grupa Rickforda) oraz bogatych doświadczeń amerykańskich. Dodatkowe ograniczenia, wykraczające ponad przyjęty test wypłacalności będą mogły zostać nakładane na dłużników korporacyjnych w drodze prywatnych, indywidualnych umów kredytowych (*convenats*).

6.1.4. Postulat zapewnienia spójności systemowej

Postulat zapewnienia spójności systemowej może być rozumiany w dwóch aspektach:

- a) materialnoprawnym i
- b) kolizyjnoprawnym.

Ad a) W aspekcie materialnoprawnym chodzi o unikanie sytuacji, kiedy dwie, zbliżone pod względem struktury finansowej spółki kapitałowe (sp. akcyjna i sp. z o.o.) podlegają zasadniczo odmiennym reżimom ochrony kapitału. W niektórych krajach (np. w Wielkiej Brytanii i Francji) sytuacja taka jest wymuszona poprzez fakt obowiązywania drugiej dyrektywy znajdującej zastosowanie jedynie do spółek akcyjnych. Zniesienie drugiej dyrektywy pozwoli tym państwom na wybranie spójnego systemu struktury finansowej

²⁵⁴ Zob. *ibidem*, s. 985–986 oraz 995–996.

spółek kapitałowych z różnicami wynikającymi z uzasadnionych obiektywnie okoliczności, nie zaś wymuszonymi odgórnie i w sposób przypadkowy²⁵⁵.

Ad b) W aspekcie kolizyjnoprawnym postulat zapewnienia spójności systemowej dotyczy spójności nie w ramach prawa spółek, lecz pomiędzy prawem spółek a dziedzinami pokrewnymi. Otóż najpóźniej od orzeczenia ETS w sprawie Inspire Art nie ulega wątpliwości, że dopuszczalne jest posłużenie się przez potencjalnych wspólników zagraniczną formą prawną nawet do działalności wyłącznie krajowej²⁵⁶. Pociągać to może za sobą spore trudności w wypadku rozszczępienia statutów spółkowego i upadłościowego, tym bardziej że analiza komparatystyczna prowadzi do wniosku, że brak jest precyzyjnego rozgraniczenia, które materie należą do której dziedziny prawa. Projektując zatem przyszły system prawa spółek dla Europy należałoby — przy pozostawieniu możliwie szerokiego zakresu konkurencji pomiędzy ustawodawstwami — tak skonstruować zasady kompetencji legislacyjnej państw członkowskich, aby uniknąć zarówno nakładania się regulacji, jak i luk systemowych. Podejście takie, określane mianem podejścia „modułowego” zakładałoby zdefiniowanie przynależności konkretnych materii do poszczególnych działów prawa, aby stały się one wzajemnie kompatybilne (wymienialne) jako „moduły” legislacyjne (ang. *legal modules*)²⁵⁷. Alternatywnie możliwe byłoby sformułowanie precyzyjniejszych reguł kolizyjnoprawnych, które eliminowałyby wspomniane niedogodności. Interesujące międzynarodowo — jakkolwiek niespójne wewnętrznie — jest w tym zakresie rozwiązanie polskie, ponieważ przepisy dotyczące odpowiedzialności z tytułu niezgłoszenia we właściwym czasie wniosku o ogłoszenie upadłości są zawarte zarówno w k.s.h. (art. 299) jak i w pr. up. i nap. (art. 21 ust. 3), co eliminuje

²⁵⁵ O zakresie obowiązywania drugiej dyrektywy zdecydowały względy polityczne, początkowo bowiem planowano jej stopniowe rozciągnięcie również na spółki prywatne (z o.o.), zob. Uzasadnienie projektu z 9 marca 1970 r., Dz. Urz. UE nr C 48/8 z 1970 r.; S. Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, s. 141; J. Ankele, *Zum Vorschlag...*, s. 988.

²⁵⁶ Zob. wyżej, pkt 5.1.3.

²⁵⁷ Zob. K. Heine, W. Kerber, *European...*, s. 65.

powstanie luki prawnej, nie zapobiega jednakże nakładaniu się reżimów odpowiedzialności.

Możliwe jest także dokonanie częściowej harmonizacji tworzącej wspólną płaszczyznę, na której funkcjonować mogą poszczególne systemy prawa spółek. Zgodnie z przedłożonym przez Komisję Europejską Komisję „Action Plan to Move Forward” w średnim okresie planowane jest podjęcie działań legislacyjnych na szczeblu wspólnotowym mających wprowadzić jednolite standardy odpowiedzialności za *wrongful trading*, jak się obecnie wydaje wzorowane na modelu brytyjskim²⁵⁸.

6.2. Zmiana paradygmatów w ochronie wierzycieli a uwarunkowania historyczno–ustrojowe

Rozważając wybór optymalnego systemu ochrony wierzycieli z punktu widzenia krajowej tradycji prawnej oraz istniejącej infrastruktury i zasobów ludzkich należy postawić pytanie, czy transplantacja określonych instytucji prawnych, teoretycznie uznanych za lepsze, dokonana do innego systemu prawnego doprowadzi zawsze do pożądaných rezultatów. Innymi słowy jest to pytanie o uniwersalność oceny wyższości czy nawet przydatności rozwiązań prawnych. Wspomniane uwarunkowania kulturowe, infrastrukturalne oraz zasoby ludzkie tworzą wspólnie kontekst rzutujący na sposób funkcjonowania prawa. Owe uwarunkowania, określane „zależnością od ścieżki” (ang. *path dependence*) nie mogą być ignorowane w całościowej ocenie przydatności określonych rozwiązań prawnych. Jednym z zagrożeń związanych z transplantacją określonych instytucji do innej tradycji prawnej jest rozejście się prawa w teorii (*law on books*) z prawem w praktyce (*law in practice, law in action*); ujmując to inaczej — rzeczywiste rezultaty wprowadzenia regulacji mogą się okazać odmienne od zakładanych. Przenosząc te teoretyczne rozważania na grunt polityki prawa w zakresie ochrony wie-

²⁵⁸ Zob. Action Plan, s. 16; porównanie modelu brytyjskiego i niemieckiego zob. T. Bachner, *Wrongful...*, s. 293; M. Habersack, D.A. Verse, *Wrongful Trading...*, s. 174.

rzycieli wypada zwrócić uwagę na wspomniane powyżej różnice implementacyjne pomiędzy strategią normatywną (*rules strategy*)²⁵⁹ a strategią standardów uczciwości (*standards strategy*)²⁶⁰. Źródło tych problemów tkwi w tradycji prawnej wyznaczającej rolę sądów w procesie stosowania prawa: aktywną (tradycja *common law*) bądź zachowawczą (tradycja kontynentalnoeuropejska — *civil law*)²⁶¹. Ten tradycyjny podział jakkolwiek nie bez znaczenia, nie może jednak być przeceniany na gruncie prawa spółek. Wynika to z okoliczności, że sądy gospodarcze rozwiniętych państw kontynentalnoeuropejskich od lat były konfrontowane z koniecznością kreatywnej wykładni prawa, gdyż w tak złożonej materii, jaką jest prawo spółek, ustawodawca nie zawsze nadszedł za potrzebami obrotu²⁶². W ten sposób w drodze orzeczniczej zostały wykształcone liczne zasady i instytucje prawa spółek²⁶³. Na tej podstawie można oczekiwać, że sądy tych państw podołają nowym obowiązkom, nawet jeżeli pełne dostosowanie będzie rozciągnięte w czasie. Wydaje się, że nie należy się przy tym obawiać nadmiernego wzrostu obciążenia sądów; już do tej pory sądy te musiały radzić sobie z narosłą do gigantycznych rozmiarów doktrynalną nad- i obudową ustawowego reżimu kapitału zakładowego²⁶⁴, weryfikując tym samym teoretyczne założenia o rzekomej prostocie stosowania tych reguł²⁶⁵. Dalsze pytanie dotyczy zastosowania strategii standardów uczciwości (*standards strategy*) w tych państwach należących do systemu kontynentalnego, które nie posiadają długiej tradycji rozwoju i praktyki prawa w warunkach gospodarki rynkowej, tj. przede wszystkim krajów postsocjalistycznych, do których również zalicza się Polska. W państwach tych nie wykształciły się w drodze orzeczniczej instytucje prawne, które

²⁵⁹ Zob. wyżej, pkt 4.3.

²⁶⁰ Zob. wyżej, pkt 4.2.

²⁶¹ Zob. A. Radwan, *Ochrona...*, s. 225.

²⁶² *Ibidem*.

²⁶³ Na przykład we Francji zasady odpowiedzialności w grupie spółek ustalone przez Cour de Cassation w sprawie Rozenblum (orzeczenie z 4 lutego 1985 r.); przykłady z judykatury niemieckiej; zob. wyżej, przyp. 107.

²⁶⁴ Zob. wyżej, pkt 5.2.5.

²⁶⁵ „Mechaniczność” w stosowaniu przepisów dotyczących kapitału zakładowego zakładają jednak G. Hertig, H. Kanda (w:) *The Anatomy...*, s. 83.

można zaliczyć od nad- i obudowy ustawowej regulacji kapitału zakładowego. Okoliczność, że orzecznictwo dotyczące utrzymania kapitału jest stosunkowo nieliczne, nie może być interpretowana jako wskazówka szczelności ustawy, ani tym bardziej nieistnienia problemu w praktyce. Przykładowo powszechna praktyka obchodzenia przepisów o utrzymaniu kapitału sprawia, że różnica między prawem pisanym a prawem stosowanym jest w państwach postsocjalistycznych znacznie większa niż w państwach zachodnioeuropejskich²⁶⁶. Można zatem przyjąć, że w państwach postsocjalistycznych niższe koszty egzekwowania przepisów należących do systemu ochrony kapitału w oparciu o kapitał zakładowy są co najmniej równoważone przez straty wynikające z nieszczelności tego systemu. Wynika stąd, że ewentualne niedoskonałości w stosowaniu alternatywnego systemu opartego na teście niewypłacalności nie powinny być przeszkodą w jego wprowadzeniu, ponieważ koszt alternatywny nie jest wysoki — jest nim rezygnacja z systemu, który w praktyce i tak sprawdza się w ograniczony sposób. Alternatywnie możliwe byłoby wyjście pośrednie polegające na modernizacji obecnego systemu opartego na kapitale zakładowym²⁶⁷.

7. Wnioski i propozycje reform

7.1. Wnioski dla ustawodawcy europejskiego

Przeprowadzona analiza wykazała liczne słabości obecnego reżimu ochrony wierzycieli bazującego na kapitale zakładowym. Planowane w krótkim terminie zmiany drugiej dyrektywy²⁶⁸ mają charakter umiarkowany i nie prowadzą do wyeliminowania więk-

²⁶⁶ Wniosek taki można było wyciągnąć podczas obrad pierwszej międzynarodowej konferencji zorganizowanej przez The European Center for Comparative Commercial and Company Law (c-law.org) *Post-Enlargement European Company Law: Convergence or Divergence in the Age of Competition for Corporate Charters?*, Kraków 6–8 stycznia 2005 r., zob. <http://c-law.org/conferences/2005/krakow/index.php>.

²⁶⁷ Zob. niżej, pkt 7.2.2.

²⁶⁸ Zob. wyżej, pkt 5.1.2.

szości wad obecnego systemu²⁶⁹. Wiele argumentów przemawia za tym, aby zdecydować się na znacznie bardziej radykalne posunięcie, czyli na całkowite uchylene drugiej dyrektywy.

Po pierwsze, „gorset” narzucony ustawodawcom krajowym uniemożliwia wybór modelu, który byłby odpowiedni dla danego systemu prawnego, z uwzględnieniem tradycji prawnych oraz uwarunkowań infrastrukturalnych²⁷⁰.

Po drugie, harmonizacja ogranicza konkurencję pomiędzy ustawodawstwami przez redukcję presji rynkowej skłaniającej ustawodawców krajowych do tworzenia prawa przyjaznego dla przedsiębiorców²⁷¹. Argument, że harmonizacja ochrony wierzycieli ma zapobiec wystąpieniu efektu *race to the bottom*, trudno uznać za trafny, ponieważ ochrona wierzycieli realizuje się z jednej strony przez transparentę (kontrahent zna „narodowość” spółki), z drugiej zaś przez instrumenty prawa upadłościowego, które dzięki autonomicznej regulacji kolizyjnoprawnej nawiązującej do miejsca głównego ośrodka podstawowej działalności dłużnika nie mogą zostać wybrane ani derogowane przez strony. Dodatkowo samo wystąpienie efektu *race to the bottom* jest wątpliwe, konkurencja pomiędzy stanami USA doprowadziła do wytworzenia liberalniejszego reżimu i efektywniejszej struktury finansowej spółek kapitałowych bez zasadniczego uszczerbku dla sytuacji wierzycieli (*race to the top*)²⁷².

Po trzecie, harmonizacja może prowadzić do dwojakiego rodzaju niespójności. Z jednej strony objęcie harmonizacją tylko spółek akcyjnych może prowadzić do współistnienia odrębnych reżimów prawnych dla spółek otwartych (akcyjnych) i zamkniętych (z o.o.); który to dualizm uzasadniony jest głównie względami politycznymi, nie zaś merytorycznymi²⁷³. Z drugiej strony druga dyrektywa nie uwzględnia różnic w tradycjach prawnych poszczególnych państw członkowskich przekładających się na zastosowanie formy

²⁶⁹ Na temat mankamentów reżimu opartego na kapitale zakładowym zob. wyżej, pkt 5.2.

²⁷⁰ Zob. wyżej, pkt 6.1.1.

²⁷¹ Zob. A. Opalski, *Kapitał zakładowy...*, s. 502.

²⁷² Zob. *ibidem*.

²⁷³ Np. rezygnacja z systemu opartego na kapitale zakładowym dla spółek prywatnych w Wielkiej Brytanii oraz w ostatnim czasie Francji, zob. też wyżej, przyp. 253 i towarzyszący tekst.

spółki akcyjnej w praktyce. Ponieważ w niektórych państwach forma ta jest stosowana stosunkowo rzadko (Wielka Brytania, Niemcy), podczas gdy w innych stopień powszechności spółki akcyjnej jest zdecydowanie wyższy (Francja, Włochy), rzeczywisty wpływ harmonizacji na prawa państw członkowskich jest różny²⁷⁴.

Po czwarte, wspólnotowy proces prawotwórczy jest niezwykle czasochłonny, co prowadzi do stagnacji rozwoju prawa spółek w Europie²⁷⁵. Opieszałość ustawodawcy europejskiego widać szczególnie wyraźnie na przykładzie reformy drugiej dyrektywy: dopiero po kilku latach od powołania grupy roboczej SLIM udało się Komisji przygotować projekt nowelizacji dyrektywy, pomimo że projekt ów przewiduje jedynie drobne zmiany²⁷⁶.

Po piąte, harmonizacja ma często charakter fasadowy, gdyż pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi zachodzą znaczące różnice w stosowaniu pozornie zharmonizowanego prawa. O rzeczywistej transpozycji dyrektywy do krajowego porządku prawnego świadczy również praktyka orzecznicza, ta zaś jest w ujęciu porównawczym daleka od jednolitej. Dobrą ilustrację stanowi stosowanie przepisów o obowiązkowej wycenie wkładów niepieniężnych: w Niemczech wytworzono na tej podstawie skomplikowaną doktrynę tzw. *Lehre von der verdeckten Sacheinlagen* mającą zapobiegać obchodzeniu przepisów o wnoszeniu wkładów, podczas gdy w brytyjskich podręcznikach można znaleźć wyraźną wskazówkę, że procedury wyceny aportów można uniknąć rozbijając transakcję

²⁷⁴ Zob. E.P.M. Vermeulen, *The Evolution of Legal Business Forms in Europe and the United States. Venture Capital, Joint Venture and Partnership Structures*, Haag 2003, s. 96.

²⁷⁵ Zwraca na to uwagę E. Niederleithinger, *Gesetzliches...*, s. 378.

²⁷⁶ Powolność procesu legislacyjnego doskonale ilustruje uchwalenie pierwszej dyrektywy: prace nad dyrektywą, które ukończono w 1968 r. trwały niemal od początku powstania Wspólnoty, czyli prawie 10 lat! Jest to godne uwagi, zważywszy że ta dyrektywa dotyczyła spraw fundamentalnych dla funkcjonowania spółek w ramach wspólnego rynku, który obejmował wówczas jedynie sześć państw! Wzrost liczby państw członkowskich mógł w tym kontekście oznaczać zapowiedź konieczności godzenia coraz większej liczby krajowych tradycji prawnych, a w konsekwencji zagrożenie zarówno dla szybkości, jak i zasięgu dalszego procesu harmonizacji. Zapowiedź ta okazała się prawdziwa zwłaszcza w odniesieniu do trzynastej dyrektywy o przejęciach, która została uchwalona po trzech dekadach negocjacji; zob. też wyżej, przyp. 160.

na dwie czynności²⁷⁷ (np. zakup przedmiotu wkładu za uprzednio wniesioną gotówkę lub potrącenie zapłaty z wierzytelnością o wniesienie wkładu pieniężnego). W tym świetle założenie o stworzeniu jednolitych standardów ochrony wierzycieli w Europie okazuje się być jedynie złudzeniem, w dodatku potencjalnie szkodliwym dla uczestników obrotu postrzegających zagraniczne, zharmonizowane prawo przez pryzmat własnej, krajowej praktyki oraz narodowych koncepcji dogmatycznych narosłych na gruncie obszarów objętych (w konsekwencji pozorną) harmonizacją²⁷⁸.

Przytoczone argumenty przemawiają za odstąpieniem od obecnego podejścia zakładającego harmonizację struktury finansowej spółki akcyjnej. Zamiast tego ustawodawca europejski powinien skoncentrować się na:

- a) dalszym rozwijaniu transparentności, docelowo tworząc ewentualnie europejski system rejestrowy;
- b) dalszej harmonizacji standardów rachunkowości;
- c) zapobieżeniu pozytywnym i negatywnym konfliktom związanym z rozszczepieniem statutu korporacyjnego i insolwencyjnego, w szczególności poprzez ustanowienie jednolitych zasad związanych z obowiązkami zarządu wobec wierzycieli pojawiającymi się na skraju wypłacalności (*wrongful trading*).

7.2. Wnioski dla ustawodawcy krajowego

Do czasu zniesienia drugiej dyrektywy ustawodawca ma ograniczone pole manewru. W ramach wytyczonych przez postanowienia dyrektywy wskazana jest jednak implementacja zadowalająca się absolutnym minimum przepisanych przez dyrektywę, zwłaszcza w zakresie przepisów regulujących tworzenie kapitału. Z chwi-

²⁷⁷ Zob. J.H. Farrar, B.M. Hannigan, *Farrar's Company Law*, wyd. 4, London 1998, s. 180.

²⁷⁸ Na temat tej problematyki zob. doskonale opracowanie H. Halbhubera, *National...*, s. 1385.

lą wejścia w życie planowanej nowelizacji²⁷⁹ ustawodawca krajowy powinien skorzystać z liberalizacji przewidzianej w nowej wersji dyrektywy²⁸⁰.

Jednocześnie za zasadną należy uznać rewizję regulacji struktury finansowej spółki z o.o., która nie jest objęta wytycznymi sformułowanymi przez drugą dyrektywę. Analiza optymalnego reżimu dla spółki z o.o. zachowa w zasadniczym zrębie aktualność również dla spółki akcyjnej i będzie mogła być wykorzystana w przypadku uchylecia drugiej dyrektywy.

Poszukując optymalnego modelu ochrony wierzycieli należy rozważyć przeprowadzenie reformy „radikalnej”, polegającej na całkowitym zerwaniu z koncepcją kapitału zakładowego (opcja I, zob. niżej, pkt 7.2.1) oraz reformy łagodniejszej, wykraczającej jednak dalece poza propozycje przedstawione w projekcie nowelizacji drugiej dyrektywy (opcja II, zob. pkt 7.2.2).

Opcje te mogą też występować łącznie, w tym sensie, że znowelizowany reżim kapitału zakładowego (opcja II) byłby uregulowany w sposób dyspozytywny, z pozostawieniem spółkom wyboru systemu bez kapitału zakładowego (opcja I).

7.2.1. Opcja I: Rezygnacja z instytucji kapitału zakładowego

Odejście od reżimu kapitału zakładowego będzie oznaczało powstanie luki w czterech materiałach obejmowanych dotychczas przez system kapitału zakładowego:

- a) regulacji kapitału minimalnego,
- b) regulacji tworzenia kapitału,
- c) regulacji utrzymania kapitału,
- d) regulacji innych zagadnień, niezwiązanych z ochroną wierzycieli, a nawiązujących do kapitału zakładowego.

²⁷⁹ Zob. wyżej, pkt 5.1.2.

²⁸⁰ Tak też K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 203 niniejszego tomu.

Ad a) Antagoniści instytucji kapitału zakładowego, krytykując obecny reżim ochrony wierzycieli opowiadają się przeciwko wymogowi kapitału minimalnego, traktując go jako nieodłączny element nieefektywnego reżimu. Tymczasem związek kapitału minimalnego z kapitałem zakładowym nie jest wcale nierozdzielny, ma on charakter raczej historyczny aniżeli logiczny. Zobowiązanie wspólników do wniesienia kapitału w określonej wysokości nie musi mieć bowiem swojego źródła w kapitale zakładowym. Skuteczność przepisów nakładających wymóg wniesienia kapitału minimalnego zależy będzie natomiast od regulacji utrzymania kapitału. Problem kapitału minimalnego można więc rozpatrywać w sposób „oderwany”, koncentrując się na zaletach i wadach samej regulacji stawiającej taki wymóg. Z pewnością nie jest możliwe ustalenie uniwersalnej wysokości kapitału minimalnego, zapewniającej należytą ochronę wierzycieli i niepowodującej jednocześnie utrudnień w dostępie do formy prawnej z ograniczoną odpowiedzialnością²⁸¹. Jednakże dla małych spółek prywatnych o zamkniętym charakterze i ograniczonej liczbie wspólników, zwłaszcza spółek jednoosobowych, forma prawna dająca ograniczoną odpowiedzialność pomimo braku kapitału niekoniecznie jest najbardziej efektywną formą organizacyjną²⁸². Wynika to z pewnej iluzji ograniczonej odpowiedzialności — wspólnicy spółki niedokapitalizowanej i tak będą musieli liczyć się z koniecznością ustanawiania zabezpieczeń, najczęściej osobistych, celem uzyskania dla spółki kredytu. W przypadku odpowiedzialności deliktowej występuje dodatkowo znaczące ryzyko odpowiedzialności przebijającej. Dodatkowo w przypadku, kiedy zarząd spółki stanowią sami wspólnicy, odpada jedna z istotnych zalet ograniczonej odpowiedzialności, jaką jest redukcja kosztów monitoringu. Podobnie wspólnicy w wąskim, zamkniętym gronie mogą efektywnie monitorować siebie wzajemnie. Wspólnicy zamkniętych spółek nie przykładają również istotnej wagi do kolejnej funkcji ograniczonej odpowiedzialności, jaką jest umożliwienie dywersyfikacji ryzy-

²⁸¹ Zob. wyżej, pkt 5.2.5.

²⁸² Poniższe wyliczenie nieefektywności spółki z ograniczoną odpowiedzialnością jako formy prawnej dla „małego biznesu” za J. Freedmanem, *Limited Liability...*, s. 331–333.

ka; wynika to stąd, że wspólnicy inwestują w spółkę również wartości niematerialne (*human capital*), ze swej natury niepodlegające dywersyfikacji. W końcu „unia personalna” pomiędzy wspólnikami a zarządem eliminująca mediatyzację kontroli ze strony wspólników redukuje skłonność do zachowania lojalności wobec wierzycieli²⁸³, co w konsekwencji może sprzyjać podejmowaniu przez wspólników nadmiernie ryzykownych przedsięwzięć przy wykorzystaniu niedokapitalizowanej spółki. Wniesienie wkładów na kapitał minimalny jest w końcu pewnym sygnałem wskazującym na poważne podejście wspólników do podejmowanego przez nich przedsięwzięcia²⁸⁴. Podzielając powyższe argumenty należy się zastanowić nad zasadnością wprowadzenia (generalnych) utrudnień w dostępie do ograniczonej odpowiedzialności; alternatywnym rozwiązaniem byłaby (indywidualna) korekta, głównie w formie odpowiedzialności przebijającej²⁸⁵. Rozwiązanie tego dylematu zależy w pewnym stopniu od ekonomicznego *credo* ustawodawcy, manifestującego się między innymi w stanowisku wobec potrzeby ochrony uczestników obrotu przed wyborem formy prawnej, która w danych okolicznościach nie jest najefektywniejsza, w tym również dla samych zainteresowanych. Problem ten nie jest jednak bardzo doniosły praktycznie, ponieważ spór idzie o wielkość z założenia i tak stosunkowo nieznaczna; każda inna byłaby bowiem trudna do pogodzenia z postulatami szerokiej dostępności formy prawnej z ograniczoną odpowiedzialnością dla przedsiębiorców zamierzających podjąć poważną działalność gospodarczą. Wielkość kapitału minimalnego mogłaby zatem oscylować w przedziale 1–2 tys. euro.

Ad b) Jak wykazano powyżej, przepisy dotyczące tworzenia kapitału, mające zagwarantować jego realne pokrycie, są ekonomicznie zbędne, a ich utrzymanie szkodliwe. Dlatego też ich wyeliminowanie wraz ze zniesieniem kapitału zakładowego uznać należy za pożądane i niewymagające poszukiwania funkcjonalnego ekwiwa-

²⁸³ Zob. wyżej, pkt 2.3.2 i 2.3.3.

²⁸⁴ Zob. M. Lutter, *Gesetzliches...*, s. 375; W. Schön, *Wer schützt...*, s. 1.

²⁸⁵ Zob. J. Freedman, *Limited Liability...*, s. 335 i n.

lentu. Dotyczy to przede wszystkim obowiązku posiadania przez akcje wartości nominalnej, ograniczeń w zdolności aportowej pracy i usług oraz ewentualnych przepisów o wycenie wkładów niepieniężnych. W takiej sytuacji powstanie jednak problem ochrony akcjonariuszy przed rozwodnieniem, który będzie wymagał osobnego rozwiązania²⁸⁶.

Ad c) Odejście od systemu opartego na kapitale zakładowym będzie wymagało wprowadzenia alternatywnych regulacji dotyczących utrzymania kapitału, tj. zasad ustalania kwot mogących być przedmiotem transferów z majątku spółki do majątku wspólników (dystrybucji). W tej mierze właściwym rozwiązaniem jest przeprowadzenie testu wypłacalności (*solvency test*). Możliwe warianty testów wypłacalności zostały omówione powyżej w punkcie 6.1.3.

Ad d) Rezygnacja z instytucji kapitału zakładowego wymagała będzie nie tylko skoncentrowania się na alternatywnych mechanizmach ochrony wierzycieli, ale również dokonania zmiany w wielu innych przepisach nawiązujących w sposób techniczny do kapitału zakładowego (większość, kworum, prawa mniejszości, przepisy „kompetencyjne” itp.). Zmiana ta nie będzie jednak nastroczała większego problemu, ponieważ tę samą funkcję pełnić może odniesienie do udziału (proporcji/frakcji) w ogólnej liczbie akcji.

7.2.2. Opcja II: Reforma kapitału zakładowego

Bardziej zachowawcza reforma zakłada zachowanie kapitału zakładowego jako instrumentu określającego związanie majątku, tj. służącego utrzymaniu kapitału, przy jednoczesnej znaczącej liberalizacji zasad dotyczących pokrycia kapitału. Liberalizacja zasad pokrycia kapitału powinna polegać przede wszystkim na zniesieniu zakazu emisji akcji/udziałów poniżej wartości nominalnej oraz uznaniu zdolności aportowej pracy i usług świadczonych na rzecz spół-

²⁸⁶ Zob. wyżej, przyp. 240.

ki. Wkłady, które nie mają wartości zbywczej, mogłyby nie być zaliczane na poczet kapitału zakładowego pod warunkiem wprowadzenia zmian technicznych w regulacji spółki, tak aby podmioty obejmujące prawa udziałowe w zamian za takie wkłady korzystały z pełni praw w spółce²⁸⁷. Innymi słowy reforma polegałaby na zawężeniu roli kapitału zakładowego do ochrony wierzycieli i wyrugowanie go z innych obszarów.

8. Uwagi końcowe

Przeprowadzona analiza wykazała, że pomiędzy wspólnikami a wierzycielami spółek kapitałowych zachodzą konflikty związane przede wszystkim z odmiennymi zasadami alokacji nadwyżki i ryzyka wynikających z prowadzenia działalności, odpowiednio w oparciu o kapitał własny i dłużny.

Szczególne niebezpieczeństwo wiąże się z oportunistycznym zachowaniem wspólników, który może przybierać różne formy: od wyprowadzania majątku ze spółki poprzez zwiększanie zadłużenia aż do podejmowania ekscesywnego ryzyka. Skłonności do zachowań oportunistycznych są częściowo łagodzone przez mechanizmy rynkowe oraz ustrojową pozycję zarządu, niemniej jednak w wielu przypadkach wpływ ten okazuje się niewystarczający. Szczególnie dotyczy to spółek znajdujących się na przedpolu upadłości oraz tych, gdzie niezależność zarządu jest *de facto* ograniczona. Mimo tych zagrożeń wierzyciele w większości przypadków potrafią chronić się sami przez ustanowienie stosownych zabezpieczeń w drodze umownej. Niektóre przypadki tzw. słabych wierzycieli, zwłaszcza deliktowych uzasadniają jednak interwencję ze strony ustawodawcy.

Jednym z instrumentów ochrony wierzycieli jest instytucja kapitału zakładowego. Reżim kapitału zakładowego wykazuje jednak szereg mankamentów: jest kosztowny przy tworzeniu spółek, podwyższaniu kapitału oraz sanacji. Jego utrzymanie służy bardziej

²⁸⁷ Zob. wyżej, pkt 7.2.1. d).

partykularnym interesom audytorów, prawników oraz banków, aniżeli ochronie wierzycieli. Ostatnio system ten znajduje się pod rosnącą presją ze strony rynków kapitałowych; dla spółek publicznych system kapitału zakładowego stanowi przeszkodę w optymalizacji polityki dywidend, co wynika z okoliczności, że postulaty ochrony inwestorów na rynku kapitałowym oraz postulaty ochrony wierzycieli zasadzają się na odmiennych paradygmatach rachunkowości. Niedawne przejście zasady *true and fair view* w rozporządzeniu IAS stanowiło „cios” dla tradycyjnego systemu ochrony kapitału. Kolejny „cios” został zadany przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości, który zapalając zielone światło dla konkurencji pomiędzy ustawodawstwami stworzył możliwość migracji spółek w obrębie UE, co oznacza koniec hermetycznych krajowych systemów prawa spółek, w tym systemów ochrony wierzycieli.

Obecny system kapitału zakładowego jest skodyfikowany w UE postanowieniami drugiej dyrektywy. Bieżące plany nowelizacji dyrektywy kapitałowej nie eliminują większości mankamentów związanych z systemem ochrony wierzycieli w oparciu o kapitał zakładowy. Ze względu na odmienności w tradycjach prawnych poszczególnych państw członkowskich należałoby uchylić drugą dyrektywę, pozostawiając państwu członkowskiemu wybór optymalnego systemu ochrony wierzycieli. Jeżeli nie stoją temu na przeszkodzie ograniczenia infrastrukturalne, związane zwłaszcza ze wzrostem roli sądów, państwa członkowskie powinny odstąpić od systemu bazującego na kapitale zakładowym na rzecz modelu alternatywnego. Ów nowy model powinien cechować się liberalizmem w odniesieniu do zdolności aportowej wkładów oraz elastycznością przy ustalaniu kwot mogących być przedmiotem dystrybucji. Dla ustalenia wysokości tych kwot miarę powinien stanowić test wypłacalności (*solvency test*). Dodatkowe mechanizmy ochrony powinny się koncentrować na konkretnych problemach, które wymagają precyzyjnego podejścia. Należą do nich szczególne rodzaje działalności pociągające za sobą specyficzne ryzyko (tu rozwiązaniem mogą być ubezpieczenia obowiązkowe oraz specjalne fundusze gwarancyjne), przypadki nadużycia formy prawnej spółki kapitałowej (odpowie-

działność przebijająca), szczególne regulacje przewidujące uprzywilejowanie roszczeń w postępowaniu upadłościowym i egzekucyjnym (uprzywilejowanie roszczeń pracowniczych, deliktowych). Pożytkowym instrumentem prewencyjnym powinna być możliwość orzeczenia zakazu prowadzenia działalności przez członków zarządu, którzy dopuścili się kwalifikowanych nadużyć (dyskwalifikacja).

Uzupełnieniem tego reżimu powinny być przepisy dyscyplinujące osoby odpowiedzialne do wszczęcia odpowiednich procedur (postępowanie upadłościowe, postępowanie naprawcze) w chwili, kiedy sytuacja spółki nie pozwala oczekiwać, że uniknięcie niewypłacalności będzie możliwe (*wrongful trading*) lub też przy zaistnieniu określonych przez prawo przesłanek (odpowiedzialność z tytułu niezgłoszenia wniosku o upadłość — art. 299 k.s.h.; Insolvenzverschleppungshaftung — § 64 ust. 1 GmbH-Gesetz, § 92 ust. 2 Aktiengesetz). Wiele przemawia za zharmonizowaniem tych zasad na poziomie europejskim celem wyeliminowania niespójności systemowych związanych z rozejściem się statutu spółkowego i upadłościowego.

Omówione zmiany przyczynią się do zwiększenia konkurencyjności przedsiębiorstw europejskich bez obniżania standardów ochrony wierzycieli, niekiedy wręcz poprawiając ich sytuację.