

Jan Tymoteusz Kwiecień<sup>1</sup>

## Prosta spółka akcyjna a inwestycje *Venture Capital*

### Streszczenie:

Tematyką przedmiotowego artykułu jest analiza nowego typu spółki kapitałowej w Polsce – prostej spółki akcyjnej pod kątem jej atrakcyjności przy inwestycjach typu *Venture Capital*. Autor przedstawia i opisuje instrumenty prostej spółki akcyjnej, które jawią się jako atrakcyjne dla uczestników tego typu inwestycji oraz te, które mogą być uważane za potencjalnie nieatrakcyjne. Artykuł kończy się podsumowaniem, w którym autor przedstawia końcowe konkluzje.

**Słowa kluczowe:** prosta spółka akcyjna, prawo spółek, prawo gospodarcze, *Venture Capital*, *Private Equity*, inwestycje, startupy

### Simple Joint-Stock Company and Venture Capital Investment

The subject of this article is the analysis of a new type of company in Poland – the simple joint-stock company, in terms of its attractiveness for Venture Capital investments. Author presents and describes the instruments of a simple joint-stock company, which appear attractive to the participants of this type of investment, and those that may be considered potentially unattractive. The article concludes with the author's final conclusions.

**Key words:** simple joint-stock company, company law, commercial law, Venture Capital, Private Equity, investment, startups

---

<sup>1</sup> Autor jest absolwentem studiów prawniczych na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego, obecnie aplikantem radcowskim oraz młodszym prawnikiem w kancelarii prawnej Linklaters, e-mail: jankwiecien97@gmail.com.

## 1. Wstęp

Z dniem 1 lipca 2021 r. weszła w życie prawdopodobnie największa zmiana w polskim prawie spółek w ostatnim dwudziestoleciu<sup>2</sup>. Jest nią wprowadzenie nowego typu spółki handlowej – prostej spółki akcyjnej (dalej: PSA). Zawiera ona pewne nowe, nieznane dotychczas w polskim prawie spółek kapitałowych rozwiązania takie jak np. możliwość wnoszenia pracy lub usług na pokrycie akcji, brak wartości nominalnej akcji czy możliwość ustanowienia monistycznego systemu organów.

Spółka ta budzi bardzo różne oceny u przedstawicieli doktryny prawa handlowego. Jedni uważają ją za niepotrzebną zmianę, która w zasadzie powtarza uregulowania spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz stwarza pewien wyłom i niebezpieczeństwo dla polskiego systemu prawa spółek kapitałowych<sup>3</sup>. Inni natomiast upatrują w niej nowoczesnego wehikułu biznesowego, dostosowanego do potrzeb spółek związanych z nowymi technologiami (przede wszystkim tzw. startupów<sup>4</sup>), który ma ułatwić rozwój tego rodzaju przedsięwzięciom<sup>5</sup>.

Z racji tego, że PSA jest spółką „zamkniętą” (wobec czego szukanie finansowania na rynku publicznym – rynku regulowanym i alternatywnym systemie obrotu – będzie wykluczone) oraz w związku z tym, że zgodnie z założeniami uzasadnienia projektu ustawy, który wprowadził do polskiego porządku prawnego PSA<sup>6</sup> (dalej: Uzasadnienie Projektu), spółka ta jest szczególnie nastawiona na startupy<sup>7</sup>, interesujące wydaje się jej zbadanie pod kątem atrakcyjności z punktu widzenia inwestycji typu *Venture Capital* (dalej: VC, inwestycje VC). W niniejszym artykule pojęcie „inwestycje VC” będzie używane zamiennie z pojęciem „przedsięwzięcia VC”.

Startupy, jak wskazują dane, w większości przypadków kończą się niepowodzeniem<sup>8</sup>, co jest charakterystyczne dla inwestycji VC z racji tego, że inwestycje takie charakteryzują się wysokim ryzykiem. Z drugiej jednak strony inwestycje VC w Polsce dynamicznie rozwijają się, a ich łączna wartość wyceniana jest na setki milionów złotych<sup>9</sup>.

<sup>2</sup> Ustawa z 19.7.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019, poz. 1655).

<sup>3</sup> Jako przeciwników można wymienić m.in. A. Kappesa, A. Kidybę oraz P.M. Wiórka.

<sup>4</sup> Jako startupy na ogół rozumie się młode innowacyjne przedsięwzięcia poszukujące modelu biznesowego, który zapewniłby im zyskowny wzrost, <[https://pl.wikipedia.org/wiki/Startup\\_\(przedsi%C4%99biorstwo\)](https://pl.wikipedia.org/wiki/Startup_(przedsi%C4%99biorstwo))>, [dostęp: 1.3.2023 r.].

<sup>5</sup> Jako zwolenników wskazać należy przede wszystkim autorów projektu A. Opalskiego, K. Oplustila oraz T. Sójkę.

<sup>6</sup> Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw wraz z uzasadnieniem z 12.2.2019 r., druk 3236, Sejm VIII kadencji.

<sup>7</sup> Uzasadnienie Projektu, s. 2.

<sup>8</sup> Uzasadnienie Projektu, s. 81.

<sup>9</sup> Według danych PFR Ventures, opartych na raporcie Inovo Venture Partners, w trzecim kwartale 2021 r. wartość inwestycji VC w Polsce wyniosła 582 miliony zł, natomiast łącznie we wszystkich pierwszych trzech kwartałach 2021 r. polskie startupy pozyskały od inwestorów około 1,76 miliarda zł, <<https://300gospodarka.pl/news/rosnie-zaangazowanie-zaangazowanie-funduszy-venture-capital-w-polsce>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].

Ciekawe więc będzie rozważenie zagadnienia, czy wprowadzenie do polskiego systemu prawnego nowego typu spółki kapitałowej – PSA, sprawi, że rynek VC dostanie szerszy, atrakcyjniejszy wachlarz możliwości i czy może to doprowadzić do jeszcze szybszego rozwoju tego typu przedsięwzięć.

Głównym celem niniejszego artykułu jest zbadanie możliwego wpływu nowych mechanizmów obecnych w regulacji PSA na atrakcyjność prowadzenia w tej formie prawnej przedsięwzięcia, które w początkowej fazie rozwoju ma być finansowane poprzez inwestora VC. Analizie zostanie poddane także zagadnienie dotyczące tego, które rozwiązania zawarte w regulacji PSA ewentualnie mogą temu przeszkodzić.

Artykuł składać się będzie, oprócz niniejszego wstępu, z trzech części oraz podsumowania. W części pierwszej zostanie krótko scharakteryzowany mechanizm działania inwestycji VC. Służyć to będzie naszkicowaniu tła, którego dotyczy problematyka. W części drugiej dojdzie do prezentacji nowych rozwiązań zawartych w regulacji PSA, które mogą okazać się atrakcyjne dla przedsięwzięć VC. W części trzeciej natomiast zostaną omówione regulacje PSA, które potencjalnie mogą zniechęcać do jej wyboru jako formy prawnej dla realizacji tego typu przedsięwzięć. W podsumowaniu zostanie przedstawiona sumaryczna ocena nowej spółki kapitałowej w polskim porządku prawnym w kontekście inwestycji VC.

## 2. Pojęcie inwestycji *Venture Capital*

W celu wytłumaczenia, na czym polegają inwestycje VC, wyjść należy od pojęcia *Private Equity*. Często bowiem pojęcia te są mylnie uznawane za synonimy. Pojęcie *Private Equity* nie jest zdefiniowane w żadnym akcie prawnym. Generalnie definiuje się je jako inwestycje kapitałowe w podmioty, które nie są notowane na rynku publicznym – rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu<sup>10</sup>. Będą to więc inwestycje w zamknięte spółki kapitałowe (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, „prywatna”, tj. niepubliczna spółka akcyjna oraz właśnie PSA). Jak sama nazwa wskazuje, są to inwestycje „prywatne”, które dokonywane są bezpośrednio pomiędzy zainteresowanymi podmiotami i które to podmioty w zasadzie w pełni regulują ich warunki. Jest to więc pewnego rodzaju przeciwieństwo inwestycji dokonywanych na otwartym rynku publicznym, gdzie określone podmioty pośredniczą w transakcjach pomiędzy podmiotem szukającym finansowania i inwestorami, a same zaś warunki, na jakich odbywa się inwestycja, są z góry ustalone w ten sam sposób dla wszystkich potencjalnych inwestorów.

Inwestycje VC są jednym z rodzajów inwestycji *Private Equity*. Pojęcie to również nie jest przedmiotem definicji legalnej. Jednakże zgodnie z powszechnie przyjętymi definicjami za inwestycje VC uważa się inwestycje *Private Equity* w przedsięwzięcia potrzebujące kapitału na rozwój, które charakteryzują się dużym ryzykiem niepowodzenia<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Definicji takiej używa np. M. Malec, *Fundusz Private Equity. Co to jest? Jak działa?*, <<https://www.private-equity.pl/fundusz-private-equity/>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].

<sup>11</sup> Tak np. definiuje je nomenklatura Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity i VC, <[https://pl.wikipedia.org/wiki/Venture\\_capital#cite\\_note-CITEREPanfil200517](https://pl.wikipedia.org/wiki/Venture_capital#cite_note-CITEREPanfil200517)>, [dostęp: 1.3.2023 r.].

Tak więc ich cechą charakterystyczną jest to, że są to inwestycje w dopiero rozwijające się przedsięwzięcia i w związku z tym potrzebujące finansowania. Ponadto inwestycje takie obarczone są wysokim ryzykiem niepowodzenia. Bardzo często przedmiotem inwestycji VC są właśnie startupy. Przedsięwzięcia te charakteryzują się bowiem tym, że ich inicjatorzy posiadają specjalistyczną wiedzę oraz określone pomysły (głównie związane z szeroko pojętymi technologiami), lecz nie dysponują środkami finansowymi na wdrożenie ich w życie, przy czym osiągnięcie sukcesu jest wysoce niepewne.

Mechanizm działania inwestycji VC polega na finansowaniu przez inwestora określonego przedsięwzięcia, które prowadzone jest w formie spółki kapitałowej w zamian za określoną liczbę udziałów lub akcji<sup>12</sup>. Związane jest to z zamiarem ich odsprzedaży po upływie określonego czasu po wyższej cenie niż zainwestowane środki. Naturalnie chodzi o czas, kiedy udziały lub akcje zwiększą swoją wartość, choć, jak już zostało wspomniane, wzrost ten często nie następuje. Celem inwestora jest także uzyskanie realnego wpływu na zarządzanie oraz kontrolę w spółce, w którą inwestuje np. poprzez zagwarantowanie uprawnień do powoływania członków zarządu, rady nadzorczej czy przyznania przywilejów głosowych albo innych uprawnień osobistych. Inwestor dąży również uzyskania zabezpieczenia na wypadek niepowodzenia inwestycji w postaci określonego trybu wyjścia ze spółki (np. poprzez umorzenie udziałów za odpowiednio wysokim wynagrodzeniem).

Dokładne zasady, na jakich ma opierać się inwestycja VC, są szczegółowo określone w umowie inwestycyjnej zawartej pomiędzy inwestorem a podmiotem, w który on finansuje. Ze względu na to, że inwestycje te obarczone są dużym ryzykiem, umowa taka powinna określać jak najdokładniej wszelkie kwestie, żeby uniknąć nieporozumień i konfliktów w przyszłości. Powinna ona regulować między innymi takie sprawy jak: wielkość kwoty inwestycyjnej, kierunki rozwoju spółki, rola inwestora w spółce, ochrona pozycji majątkowej inwestora w spółce, możliwe uprzywilejowanie inwestora przy wyjściu ze spółki bądź likwidacji spółki, określenie szczególnych uprawnień inwestora w spółce, kwestie dotyczące ładu korporacyjnego takie jak np. kompetencje zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia czy obecną i przyszłą strukturę udziałową spółki. Postanowienia umowy inwestycyjnej w dużej części do swojej skuteczności wymagają także zmiany umowy lub statutu spółki. Zobowiązanie podmiotu finansowanego przez inwestora VC do dokonania takich zmian jest także przedmiotem umowy inwestycyjnej.

O tym, czy inwestor VC podejmie się inwestycji w daną spółkę, decyduje przede wszystkim jego ocena szans danego przedsięwzięcia na sukces, a tym samym na zwrot inwestycji z zyskiem. Nie jest to jednak jedyne kryterium. Ważną rolę odgrywają również warunki wejścia i wyjścia kapitałowego ze spółki/przedsięwzięcia. Te są natomiast związane także z formą, w jakiej prowadzona jest dana działalność. To z tego punktu widzenia ważne jest właśnie pytanie o atrakcyjność PSA.

Inwestycje VC są dokonywane głównie przez wyspecjalizowane fundusze VC, ale także przez podmioty niezajmujące się profesjonalnym inwestowaniem środków

<sup>12</sup> Tak np. M. Malec, *Venture Capital. Jak działają inwestorzy VC?*, <<https://www.private-equity.pl/co-to-jest-venture-capital/>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].



(spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i akcyjnej) ani na podstawie ustawowej, ani kontraktowej w umowie lub statucie spółki.

Nowe instytucje prawne przewidziane w regulacji PSA, które przedstawiają się jako atrakcyjne dla inwestorów VC, to przede wszystkim niczym nieograniczona na pierwszy rzut oka możliwość przyznawania akcji uprzywilejowanych zgodnie z art. 300<sup>25</sup> Kodeksu spółek handlowych<sup>19</sup> oraz uprawnień indywidualnych (art. 300<sup>28</sup> k.s.h.) połączona z instytucją akcji założycielskich (art. 300<sup>26</sup> k.s.h.). Atrakcyjne wydawać mogą się także: względnie swobodna możliwość dokonywania wypłat z kapitału akcyjnego (art. 300<sup>15</sup> k.s.h.), dopuszczalność obejmowania akcji w zamian za świadczenie pracy lub usług (art. 300<sup>2</sup> § 2 k.s.h.), możliwość żądania unieważnienia akcji (art. 300<sup>51</sup> k.s.h.), zezwolenie na dowolne ustalanie ceny emisyjnej akcji, za jaką obejmą ją akcjonariusze, możliwość przejęcia majątku spółki przez akcjonariusza przejmującego (art. 300<sup>122</sup> k.s.h.), możliwość żądania orzeczenia ustąpienia akcjonariusza (art. 300<sup>50</sup> k.s.h.), istnienie dopuszczalności wprowadzenia monistycznego systemu organów spółki z podziałem na dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych (art. 300<sup>73</sup> k.s.h. – art. 300<sup>79</sup> k.s.h.), istnienie rejestru akcjonariuszy (art. 300<sup>30</sup> k.s.h. – art. 300<sup>35</sup> k.s.h.), możliwość odbycia walnego zgromadzenia poza siedzibą spółki za granicą (art. 300<sup>88</sup> k.s.h.) czy brak podatku od czynności cywilnoprawnych pobieranego przy zawarciu lub zmianie umowy spółki (art. 1a pkt 2 ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych<sup>20</sup>).

PSA charakteryzuje się niespotykaną dotychczas w polskim prawie spółek kapitałowych swobodą kształtowania przez akcjonariuszy stosunków wewnętrznych. Szczególnie widoczne to jest w przypadku kształtowania uprzywilejowania akcji oraz uprawnień indywidualnych akcjonariuszy. Regulacja PSA wymienia w art. 300<sup>25</sup> § 2 k.s.h. tylko przykładowo rodzaje uprzywilejowań akcji takie jak uprzywilejowanie w zakresie dywidendy, prawa głosu oraz podziału majątku spółki w przypadku jej likwidacji. Podobnie czyni art. 300<sup>28</sup> § 1 k.s.h. regulujący przyznawanie uprawnień indywidualnych akcjonariuszom. Jako przykładowe wymienia uprawnienie do powoływania członków zarządu lub rady nadzorczej spółki. Co istotne (w odróżnieniu od spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej)<sup>21</sup>, uprawnienia indywidualne w przypadku PSA mogą, jeżeli zostanie tak postanowione w umowie spółki, przysługiwać także osobie, która przestała być już akcjonariuszem spółki. Art. 300<sup>28</sup> § 2 k.s.h. stanowi bowiem, że uprawnienia indywidualne akcjonariusza wygasają najpóźniej z dniem, w którym przestaje być on akcjonariuszem spółki, chyba że umowa spółki stanowi inaczej. W doktrynie pojawiają się już także głosy, że biorąc pod uwagę elastyczność

<sup>19</sup> Ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2022, poz. 1467), dalej: k.s.h.

<sup>20</sup> Ustawa z 9.9.2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (Dz.U. 2023, poz. 170).

<sup>21</sup> Na konieczność posiadania statusu wspólnika w celu przyznania uprawnień osobistych w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością wskazują np. A. Szumański, I. Weiss [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Warszawa 2019, s. 383 oraz wyrok SN z 21.1.2005 r., I CK 528/04, OSNC 2006, nr 1, poz. 11. W przypadku spółki akcyjnej wskazany wyżej obowiązek wynika natomiast wprost z art. 354 § 4 k.s.h.

PSA, należałoby także dopuścić przyznanie takich uprawnień osobie, która nigdy nie była akcjonariuszem spółki<sup>22</sup>.

Przepisy te nie zawierają natomiast ograniczeń tych uprzywilejowań tak jak ma to miejsce w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki akcyjnej. W obu tych spółkach uprzywilejowanie akcji lub udziałów w zakresie dywidendy nie może przewyższać więcej niż o połowę dywidendy przysługującej udziałom lub akcjom nieuprzywilejowanym (art. 174 § 4 w zw. z art. 196 k.s.h. oraz art. 353 § 1 k.s.h.). W zakresie prawa głosu w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością na jeden udział nie może przypadać więcej niż trzy głosy (art. 174 § 4 k.s.h.), zaś w spółce akcyjnej na jedną akcję nie więcej niż dwa głosy (w spółce publicznej nie jest natomiast dopuszczalne przyznawanie uprzywilejowania dotyczącego prawa głosu). W zakresie uprawnień osobistych wspólników lub akcjonariuszy w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i spółce akcyjnej przedstawione wyżej limity uprzywilejowania udziałów lub akcji w zakresie dywidendy oraz prawa głosu są również wiążące. Jak się bowiem przyjmuje, przyznanie uprawnień osobistych nie może prowadzić do przyznania uprawnień większych niż przewidzianych w przepisach regulujących maksymalne granice uprzywilejowania udziałów/akcji w zakresie dywidendy i prawa głosu, gdyż stanowiłoby to obejście prawa<sup>23</sup>.

Swoboda w zakresie uprzywilejowania akcji oraz przyznawania uprawnień indywidualnych akcjonariuszom w przypadku PSA zgodnie z art. 353<sup>1</sup> Kodeksu cywilnego<sup>24</sup> będzie więc limitowana jedynie bezwzględnie obowiązującymi przepisami prawa, zasadami współżycia społecznego oraz naturą PSA<sup>25</sup>. Ze względu na brak wypracowanej praktyki i orzecznictwa oraz niezbyt rozbudowanej doktryny w tym zakresie trudno jednoznacznie wskazać, jakie mogą być maksymalne granice uprzywilejowania dywidendowego w PSA. W dotychczasowych opracowaniach podkreśla się, że takie przypadki należy rozpatrywać *ad causum* i nie można z góry wykluczyć bardzo dużego uprzywilejowania w określonej sytuacji<sup>26</sup>. Podkreśla się, że uprzywilejowanie powinno jednak być uzasadnione konkretnymi okolicznościami<sup>27</sup>. Te określone okoliczności mogą mieć w szczególności zastosowanie właśnie w przypadku inwestycji VC ze

<sup>22</sup> Tak np. M. Mazgaj [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2020, komentarz do art. 300<sup>28</sup> k.s.h., nb. 4.

<sup>23</sup> Tak na gruncie dopuszczalności tzw. złotego udziału R. Pabis [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J. Bieniak, Warszawa 2019, komentarz do art. 159 k.s.h., nb. 11.

<sup>24</sup> Ustawa z 23.4.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. 2022, poz. 1360).

<sup>25</sup> Tak np. Uzasadnienie Projektu, s. 41; M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, komentarz do art. 300<sup>25</sup> k.s.h., nb. 2; G. Kozieł, *Prosta spółka akcyjna. Komentarz*, Legalis 2020, komentarz do art. 300<sup>28</sup> k.s.h., nb. 2; M. Mazgaj [w:] *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>25</sup> k.s.h., nb. 7. Wymienione źródła nie zawierają jednak wyjaśnień wskazujących, na czym miałyby polegać natura PSA.

<sup>26</sup> Tak np. M. Mazgaj [w:] *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>25</sup> k.s.h., nb. 7.

<sup>27</sup> Tak np. S. Sołtysiński [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, Warszawa 2012, komentarz do art. 20 k.s.h., nb. 2; J. Strzępka, E. Zielińska [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J. Strzępka, Warszawa 2015, komentarz do art. 20 k.s.h., nb. 2; M. Tofel [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J. Bieniak, Warszawa 2019, komentarz do art. 20 k.s.h., nb. 5.

względu na to, że inwestorzy VC w początkowej fazie finansują całe przedsięwzięcie i ponoszą ryzyko finansowe jego niepowodzenia. Za usprawiedliwione można więc uznać w takiej sytuacji przyznanie inwestorowi VC np. w okresie pierwszych pięciu lat odnoszenia zysków przez spółkę uprzywilejowania w zakresie dywidendy w wysokości 95%. Jednak za niedopuszczalne należałoby uznać przyznanie uprzywilejowania w wysokości 100%, gdyż byłoby to sprzeczne z naturą spółki kapitałowej, jaką jest PSA. Pozbawiałoby to bowiem pozostałych akcjonariuszy prawa do zysku w sytuacji, gdy jednocześnie prawo to przysługiwałoby jednemu z akcjonariuszy<sup>28</sup>.

Sytuacja taka jest więc atrakcyjna z punktu widzenia inwestorów VC. Mogą oni bowiem w ramach „zabezpieczenia” inwestycji w dane przedsięwzięcie zapewniać sobie określone przywileje w niespotykanym dotąd wymiarze. Inwestor VC ma możliwość zagwarantowania sobie wysokiej dywidendy (np. w wysokości dwudziestokrotnie wyższej niż inni akcjonariusze), która pozwoli mu na szybki zwrot poczynionej przez niego inwestycji w przypadku, gdy przedsięwzięcie zacznie osiągać zyski.

Uprzywilejowanie głosowe, Nielimitowane do trzech lub dwóch głosów, pozwolić natomiast może na jeszcze większą kontrolę sytuacji w spółce i tym samym zabezpieczenie interesów inwestorów VC czy też z drugiej strony podmiotów, które są pomysłodawcami danego przedsięwzięcia i pozyskują finansowanie. Mówiąc o uprzywilejowaniu w zakresie prawa głosu, wspomnieć należy o nowej instytucji akcji założycielskich. Zostały one uregulowane w art. 300<sup>26</sup> k.s.h. Są to akcje uprzywilejowane, zawierające uprawnienie, zgodnie z którym każda kolejna emisja nowych akcji nie może naruszać określonego minimalnego stosunku liczby głosów przypadających na te akcje uprzywilejowane do ogólnej liczby głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. W przypadku emisji nowych akcji, która mogłaby naruszyć ten stosunek, liczba głosów z akcji założycielskich ulega odpowiedniemu zwiększeniu. Zgodnie z art. 300<sup>26</sup> § 3 k.s.h. akcje założycielskie mogą być przedmiotem kolejnej emisji. Nic nie będzie więc stało na przeszkodzie przyznania ich inwestorowi, który będzie stawał się akcjonariuszem już istniejącej spółki. Wprowadzenie podobnego uprzywilejowania w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółce akcyjnej wobec braku takiej regulacji w tych spółkach byłoby niedopuszczalne, gdyż mogłoby prowadzić do obejścia limitów uprzywilejowania w zakresie prawa głosu. Inwestorzy VC, jak i/lub też pomysłodawcy przedsięwzięcia poprzez posiadanie akcji założycielskich mogą zapewnić sobie pewność, że określone decyzje w spółce nigdy nie zostaną podjęte bez ich zgody. Jest więc to rozwiązanie dla

<sup>28</sup> Przeciwno przyznaniu uprzywilejowanej dywidendy jednym akcjonariuszom PSA kosztem odebrania jej w całości innym zdają się opowiadać np. M. Mazgaj [w:] *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>25</sup> k.s.h., nb. 3 oraz A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej*, cz. I, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 11, s. 14. Podobnie na gruncie uprzywilejowania akcji niemych w spółce akcyjnej – M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, komentarz do art. 353 k.s.h., nb. 1; A. Opalski [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. A. Opalski, t. IIIA, Warszawa 2016, komentarz do art. 353 k.s.h., nb. 6. Dodatkowo przeciwno przyznaniu uprzywilejowania dywidendowego w wysokości 100% przemawiać może argument prawno-porównawczy dotyczący francuskiej prostej spółki akcyjnej, gdzie doktryna wklucza istnienie tzw. lwiej spółki – zob. M. Przychoda, *Francuska spółka akcyjna uproszczona (SAS)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 2, s. 58 wraz z przywołaną tam francuską literaturą przedmiotu.

nich dogodnie. Instytucja akcji założycielskich ma również na celu ochronę spółki przez wrogim przejęciem.

PSA dopuszcza możliwość dokonywania wypłat z kapitału akcyjnego na rzecz akcjonariuszy. Zgodnie bowiem z art. 300<sup>15</sup> § 1 k.s.h. akcjonariusz ma, oprócz prawa do udziału w zysku, prawo do wypłat z kapitału akcyjnego w kwocie wynikającej z rocznego sprawozdania finansowego, która zostanie przeznaczona do wypłaty w uchwale akcjonariuszy. Jest to instytucja niespotykana w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i spółce akcyjnej. Inwestorzy VC uzyskują więc dzięki temu korzystną z ich punktu widzenia możliwość dokonywania w pewnym sensie zwrotu wniesionego przez nich kapitału, gdy nie jest on już potrzebny w spółce, np. ze względu na to, że spółka zaczęła osiągać duże zyski. Wniesiony wkład nie jest więc „zamrażany” w spółce tak jak ma to miejsce w przypadku kapitału zakładowego. Wypłata z kapitału akcyjnego jest jednak uwarunkowana spełnieniem wymogów, o których mowa w art. 300<sup>15</sup> § 2 – § 6 k.s.h. mających zapewnić, że wypłata taka nie doprowadzi do niewypłacalności spółki. Naczelnym wymogiem jest ten z art. 300<sup>15</sup> § 5 k.s.h., który zakazuje dokonywania jakichkolwiek wypłat na rzecz akcjonariuszy, jeżeli wypłata taka może doprowadzić do utraty wykonywania przez spółkę, w normalnych okolicznościach, wymagalnych zobowiązań pieniężnych w terminie sześciu miesięcy od jej dokonania. Art. 300<sup>15</sup> § 4 k.s.h. nakazuje natomiast przeprowadzenie postępowania konwokacyjnego, o którym mowa w art. 456 § 1 i § 2 k.s.h. (polegającego na wezwaniu wierzycieli do zgłaszania swoich wierzytelności w terminie trzech miesięcy) w przypadku zamiaru dokonania wypłaty z kapitału akcyjnego z części tego kapitału stanowiącej 5% sumy zobowiązań spółki wynikającej z zatwierdzonego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy. Wynika to z art. 300<sup>19</sup> k.s.h. nakazującego w PSA przekazywanie na kapitał akcyjny 8% zysków spółki za dany rok obrotowy do czasu, gdy kapitał ten nie osiągnął 5% sumy zobowiązań spółki wynikającej z zatwierdzonego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy<sup>29</sup>.

Jedną z najbardziej charakterystycznych nowości w PSA jest możliwość obejmowania akcji za świadczenie pracy lub usług oraz prawa niezbywalne (art. 300<sup>2</sup> § 2 k.s.h.). W stosunku do pomysłodawców przedsięwzięć finansowanych poprzez inwestycje VC jest to korzystne rozwiązanie, gdyż rozwiązuje ono problem wnoszenia przez nich wkładów, gdy na początku nie dysponują na to odpowiednimi środkami finansowymi. Nie dotyczy to bezpośrednio inwestorów VC, ponieważ wnoszą oni wkłady pieniężne. Jednak z ich punktu widzenia instytucja ta również może okazać się korzystna. Inwestycje VC nastawione są bowiem bardzo często na przedsięwzięcia, w których kluczowym elementem jest czynnik ludzki, taki jak np. praca określonego specjalisty nad danym projektem. Obejmowanie akcji w zamian za świadczenie pracy przez tego typu kluczowe osoby daje więc inwestorom VC zapewnienie, że będą one aktywnie działać w określonym przedsięwzięciu. Gwarancję tę wzmacniać ma instytucja unieważnienia akcji, o której mowa w art. 300<sup>31</sup> k.s.h. Zgodnie z tym przepisem na żądanie akcjonariusza albo spółki sąd może unieważnić wszystkie albo niektóre akcje w przypadku

---

<sup>29</sup> Szerzej w zakresie dokonywania wypłat na rzecz akcjonariuszy w PSA – Uzasadnienie Projektu, s. 31-35.

niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania do wniesienia wkładów na pokrycie tych akcji. Daje więc to inwestorom VC narzędzie do dyscyplinowania akcjonariusza, który był np. zobowiązany do wniesienia wkładu swojej pracy, a tego nie zrobił albo wykonuje to zobowiązanie w sposób wadliwy. Instytucja ta jest *novum* w regulacji polskich spółek kapitałowych, która nie występuje ani w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, ani w spółce akcyjnej.

Istniejąca w PSA swoboda w zakresie ustalania ceny emisyjnej akcji, za jaką akcjonariusze będą je obejmować, również jawi się jako rozwiązanie dające większą dowolność inwestorom VC oraz podmiotowi, który uzyskuje finansowanie w zakresie kształtowania stosunków pomiędzy nimi. Wartość godziwą<sup>30</sup> akcji, o której mowa w art. 300<sup>10</sup> § 1 k.s.h., należy bowiem odnosić wyłącznie do ustalenia kwoty kapitału akcyjnego, a nie do stosunków pomiędzy akcjonariuszami spółki<sup>31</sup>. W stosunku do każdego akcjonariusza będzie możliwe ustalenie więc różnej ceny emisyjnej akcji. Przykładowo akcjonariusz A, który wniósł wkład w wysokości 5 000 000 zł, może mieć ustaloną cenę emisyjną akcji 1 000 zł za akcję i tym samym objąć 5 000 akcji. Akcjonariusz B, który wniósł wkład w wysokości 7 000 000 zł, może także objąć 5 000 akcji, ale po cenie 1 400 zł za akcję. Akcjonariusz C, wnoszący świadczenie pracy, otrzyma natomiast 10 000 akcji, co będzie wynikiem swobodnej wyceny wartości tego świadczenia przez pozostałych akcjonariuszy<sup>32</sup>. Wysokość wnoszonych wkładów będzie mieć natomiast znaczenie z punktu widzenia wysokości kapitału akcyjnego. W wymienionym przypadku akcjonariusz A zasilił go kwotą 5 000 000 zł, a akcjonariusz B 7 000 000 zł. Wkład pracy akcjonariusza C nie zasilił natomiast kapitału akcyjnego, gdyż kapitał akcyjny PSA zasilają tylko wkłady pieniężne oraz posiadające klasyczną zdolność aportową zgodnie z art. 300<sup>3</sup> § 1 k.s.h. w zw. z art. 14 § 1 k.s.h.<sup>33</sup> W miejscu tym wskazać należy, że w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, jak i spółki akcyjnej wprawdzie również możliwe jest dokonywanie obejmowania udziałów/akcji powyżej wartości nominalnej. Rozwiązanie takie w przypadku tych spółek ma jednak pewien mankament w stosunku do wyżej omawianych instytucji w PSA. Nadwyżka ponad wartość nominalną udziałów/akcji (agio) bowiem zgodnie z art. 154 § 3 k.s.h. i art. 396 § 2 k.s.h. powinna być przelana do kapitału zapasowego. Konsekwencją tego jest to, że środki te podlegają zakazowi zwracania wspólnikom/akcjonariuszom i mogą być zasadniczo przeznaczone jedynie na pokrycie strat lub zaspokojenie wierzycieli spółki (w PSA istnieje zaś wspomniana już instytucja wypłat z kapitału akcyjnego).

<sup>30</sup> Jeżeli chodzi o samo pojęcie wartości godziwej, to należy się odnieść w tym przypadku do definicji wartości godziwej zawartej w art. 28 ust. 6 Ustawy z 29.9.1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 2023, poz. 120). Zgodnie z tym przepisem jest to kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami.

<sup>31</sup> A. Opalski, *Prosta...*, s. 9.

<sup>32</sup> A. Opalski, *Prosta...*, s. 9.

<sup>33</sup> L. Modzelewska [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2020, komentarz do art. 300<sup>2</sup> k.s.h., nb. 3.

Nowością w przypadku PSA jest również możliwość przejęcia majątku spółki przez akcjonariusza przejmującego. Instytucja ta została uregulowana w art. 300<sup>122</sup> k.s.h. Polega ona na możliwości przejęcia całości majątku spółki przez określonego akcjonariusza z obowiązkiem zaspokojenia wierzycieli spółki oraz pozostałych akcjonariuszy bez przeprowadzania postępowania likwidacyjnego. Motywem wprowadzenia takiego rozwiązania wynikającym z Uzasadnienia Projektu było to, że PSA kierowana jest zwłaszcza do startupów, które bardzo często kończą się niepowodzeniem<sup>34</sup>. Instytucja ta ma pomagać na wypadek takich sytuacji uniknąć bardziej skomplikowanej procedury likwidacji spółki. Ze względu na to, że nie jest to przedmiotem niniejszego artykułu, instytucja ta nie będzie tutaj szczegółowo opisywana. Wskazać należy jednak, że może być ona atrakcyjna dla przedsięwzięć VC. Stwarza bowiem możliwość uproszczonego zakończenia działalności spółki i możliwość przejęcia jej majątku przez inwestora VC albo pomysłodawcę projektu, gdy w danej okoliczności będzie to korzystniejsze dla którejś ze stron niż przeprowadzenie klasycznej likwidacji. Przykładowo pomysłodawca pomimo niepowodzenia inwestycji będzie chciał zachować należącą do spółki infrastrukturę i *know-how*. Również z perspektywy inwestorów VC instytucja ta może być interesująca, gdyż w pewnych przypadkach może się jawić jako atrakcyjne przejęcie już istniejącej infrastruktury stworzonej w ramach danego przedsięwzięcia w celu wykorzystania jej do dalszych inwestycji, które będą realizowane w przeszłości.

Przewidziana w PSA możliwość żądania ustąpienia akcjonariusza jawi się również jako atrakcyjna dla przedsięwzięć VC. Uregulowana ona została w art. 300<sup>50</sup> k.s.h. Zgodnie z § 1 tego przepisu akcjonariusz, jeżeli zachodzi ważna przyczyna uzasadniona stosunkami między akcjonariuszami lub między spółką a akcjonariuszem skutkująca rażącym jego pokrzywdzeniem, może żądać orzeczenia jego ustąpienia ze spółki. W sytuacji orzeczenia ustąpienia akcjonariusza zgodnie z art. 300<sup>50</sup> § 2 k.s.h. akcje tego akcjonariusza podlegają wykupowi po cenie odpowiadającej wartości godziwej, ustalonej przez sąd na dzień doręczenia pozwu. W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki akcyjnej wystąpienie z takim żądaniem byłoby niedopuszczalne. Możliwość skorzystania z tej instytucji może okazać się przydatna w przypadku, gdy akcjonariusz będący inicjatorem przedsięwzięcia, który uzyskał finansowanie, nie będzie wywiązywał się z postanowień umowy inwestycyjnej czy w inny sposób utrudniałby powodzenie danego przedsięwzięcia. Wówczas dla inwestora VC, który uzna, że jego udział w spółce pozbawiony jest już sensu, korzystnym rozwiązaniem będzie żądanie orzeczenia jego wyjścia ze spółki w zamian za odkupienie akcji przez pozostałych akcjonariuszy. Instytucja ta może okazać się atrakcyjna również dla pomysłodawcy przedsięwzięcia w razie ewentualnego krzywdzącego wobec niego działania ze strony inwestora lub sporów z inwestorem. Regulacja ta zawiera więc pewne podobieństwa do istniejącej (tak jak i z resztą analogicznie w PSA) instytucji wyłączenia wspólnika w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Jako różnice zaś pomiędzy nią a wyłączeniem wspólnika należy wskazać kwestie następujące. Po pierwsze, ustąpienie akcjonariusza ze spółki następuje na żądanie nim zainteresowanego podmiotu, podczas gdy

---

<sup>34</sup> Uzasadnienie Projektu, s. 81.

wyłączenie wspólnika może zostać dokonane co do zasady tylko na żądanie wszystkich pozostałych wspólników. Po drugie, do ustąpienia akcjonariusza konieczne oprócz ważnej przyczyny (istniejącej między akcjonariuszami lub między spółką a akcjonariuszem) jest również rażące pokrzywdzenie danego akcjonariusza, wyłączenie wspólnika może zaś uzasadniać już tylko istnienie ważnych przyczyn po stronie danego wspólnika. Po trzecie, w przypadku ustąpienia akcjonariusza jego akcje podlegają wykupowi po cenie godziwej ustalonej przez sąd, przy instytucji wyłączenia wspólnika jest to zaś cena odpowiadającej rzeczywistej wartości wszystkich udziałów.

Ciekawą instytucją może być również wprowadzenie monistycznego systemu organów poprzez ustanowienie rady dyrektorów zamiast zarządu i/lub rady nadzorczej (w PSA wybór rady dyrektorów jest alternatywą). Zgodnie bowiem z art. 300<sup>73</sup> k.s.h. rada dyrektorów prowadzi sprawy spółki, reprezentuje spółkę oraz sprawuje nadzór nad prowadzeniem spraw spółki. Z racji tego, że model ten jest dominujący na świecie, a wielu inwestorów VC jest podmiotami zagranicznymi, może on ułatwić zakładanie i prowadzenie spółek w Polsce tym podmiotom, które przyzwyczajone są do systemu monistycznego. Sama możliwość wyboru systemu organów wpisuje się również w główne założenie PSA polegające na przyznaniu akcjonariuszom znacznej swobody kształtowania stosunków wewnątrz spółki<sup>35</sup>. Wprowadzenie monistycznego systemu organów uzasadnia się także tym, że dualistyczny system organów prowadzi do asymetrii dostępu do informacji pomiędzy zarządem a radą nadzorczą, co negatywnie wpływa na efektywne sprawowanie kontroli w spółce. Monistyczny system ma natomiast dawać możliwość uczestniczenia w strategicznym zarządzaniu spółką i bezpośredni dostęp do informacji o biegu jej spraw wszystkim członkom organu. System ten zdaniem autorów projektu charakteryzuje się dodatkowo dużą elastycznością przydzielania kompetencji nadzorczych i zarządczych, co ma pozwolić na jego dostosowanie do potrzeb konkretnej spółki<sup>36</sup>. Może to więc pozwolić inwestorom VC oraz pomysłodawcom projektu, poprzez powołanych przez nich dyrektorów, na sprawowanie bardziej efektywnej kontroli działalności tego, co dzieje się w spółce. Przyczynić się do tego może przewidziana opcja dokonania podziału dyrektorów na wykonawczych i niewykonawczych. Kwestię tę reguluje art. 300<sup>76</sup> k.s.h. Zgodnie z § 1 tego przepisu regulamin rady dyrektorów lub uchwała rady dyrektorów mogą delegować niektóre albo wszystkie czynności prowadzenia przedsiębiorstwa spółki na jednego dyrektora albo niektórych dyrektorów. Tacy właśnie dyrektorzy będą dyrektorami wykonawczymi. Art. 300<sup>76</sup> § 1 k.s.h. przewiduje, że w przypadku takiego podziału dyrektorzy niewykonawczy mają za zadanie sprawowanie nadzoru. Do szczególnych zadań dyrektorów niewykonawczych zgodnie z art. 300<sup>76</sup> § 3 k.s.h. należy ocena prawidłowości i rzetelności sprawozdań finansowych i rady dyrektorów z działalności oraz składanie walnemu zgromadzeniu corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny. W § 5 art. 300<sup>76</sup> k.s.h. wskazane zostały także dodatkowe uprawnienia dyrektorów niewykonawczych. Każdy dyrektor może badać wszystkie dokumenty spółki, żądać od dyrektorów i pracowników spółki

<sup>35</sup> Uzasadnienie Projektu, s. 62.

<sup>36</sup> Uzasadnienie Projektu, s. 62.

sprawozdań i wyjaśnień, dokonywać rewizji stanu majątku spółki oraz żądać od dyrektorów i pracowników spółki przedstawienia radzie dyrektorów lub jej komitetowi na ich najbliższych posiedzeniach określonych dokumentów, sprawozdań lub wyjaśnień.

Zaletą dla stron przedsięwzięcia VC może być również to, że w PSA tak jak w przypadku niepublicznej spółki akcyjnej istnieje obowiązkowy rejestr akcjonariuszy, w którym wpis jest konstytutywny. Zgodnie bowiem z art. 300<sup>38</sup> § 1 k.s.h. za akcjonariusza wobec spółki uważa się tylko tę osobę, która jest wpisana do rejestru akcjonariuszy. Jest to więc regulacja odmienna niż w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, w której to wpis w księdze udziałów ma charakter deklaratoryjny i nie jest konieczny do uznania danego podmiotu za współnika spółki (prawa z udziałów wobec spółki powstają na skutek samego dokonania czynności prawnej rozporządzającej nimi i dokonania zawiadomienia spółki zgodnie z art. 187 k.s.h.). Ustawodawca w art. 300<sup>29</sup> § 1 k.s.h. stanowi także o tym, że akcje PSA (tak jak i spółek akcyjnych) mogą mieć wyłącznie postać zdematerializowaną. Jest to wynikiem dokonanej reformy polegającej na obowiązkowej dematerializacji wszystkich akcji w spółkach akcyjnych „prywatnych”<sup>37</sup>. Zgodnie z zamiarem ustawodawcy dematerializacja akcji ma zapewnić zwiększenie bezpieczeństwa i efektywności obrotu oraz zmniejszenie kosztów spółek związanych z drukiem, przechowywaniem i transportowaniem dokumentowych papierów wartościowych<sup>38</sup>. Regulacja taka pozwoli więc stronom przedsięwzięcia VC na bieżącą kontrolę tego, kto jest akcjonariuszem spółki oraz na uniknięcie ewentualnych problemów związanych ze sporami dotyczącymi kwestii, komu należą się prawa udziałowe w spółce.

Dodatkowo rejestr może stanowić ułatwienie w przypadku sprzedaży akcji w spółce czy to przez pomysłodawcę, czy też przez inwestora. Chodzi tutaj mianowicie o proces badania tego, czy akcje przysługują danemu akcjonariuszowi, prowadzony w ramach tzw. badania prawnego *due diligence*. Konstytutywny charakter rejestru znacznie ułatwia to zadanie, co wiązać się będzie z mniejszymi kosztami. W przypadku bowiem dotychczas najczęściej wykorzystywanej spółki do przedsięwzięć VC – spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, ze względu na braku konstytutywnego charakteru księgi udziałów, badanie tytułu prawnego do udziałów jest trudniejsze. Biorąc pod uwagę fakt, że inwestorzy VC inwestują w dane przedsięwzięcie z zamiarem późniejszej sprzedaży akcji lub udziałów, rejestr akcjonariuszy może okazać się dużym udogodnieniem.

Ze względu na okoliczność, że część inwestorów VC może mieć silne powiązania z zagranicznymi podmiotami, dogodną instytucją w PSA powinna być również możliwość odbywania walnych zgromadzeń za granicą. Polega ona na tym, że poza pewnymi wyjątkami, jeżeli umowa spółki tak stanowi, walne zgromadzenia mogą odbywać się również poza granicami Polski (art. 300<sup>88</sup> § 1 zdanie drugie k.s.h.). Nie jest to możliwe w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i w spółce akcyjnej. Ograniczenie dotyczące braku możliwości odbywania walnego zgromadzenia PSA poza granicami Polski

---

<sup>37</sup> Ustawa z 30.8.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019, poz. 1798).

<sup>38</sup> Uzasadnienie Projektu, s. 43.

polega na tym, że zgromadzenie odbyte za granicą nie może podejmować uchwał, co do których istnieje wymóg zaprotokołowania ich przez notariusza (art. 300<sup>88</sup> § 3 k.s.h.). Będą to więc uchwały dotyczące zmiany umowy spółki (art. 300<sup>100</sup> § 2 k.s.h.).

Jednym z udogodnień PSA dla inwestycji VC jest również to, że umowa spółki i jej zmiany nie zostały opodatkowane podatkiem od czynności cywilnoprawnych. Art. 1a pkt 2 ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych za spółkę kapitałową w rozumieniu ustawy uznaje spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, spółkę akcyjną oraz spółkę europejską. Nie wymienia w niej PSA. W związku z tym umowa PSA oraz jej zmiany nie będą podlegać podatkowi od czynności cywilnoprawnych. Wysokość wniesionych wkładów nie będzie miała więc znaczenia, jeżeli chodzi o kwestie podatkowe na gruncie podatku od czynności cywilnoprawnych (w przeciwieństwie do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej, gdzie czym wyższa kwota, o jaką powiększany jest kapitał zakładowy, tym wyższa będzie podstawa opodatkowania, a tym samym podatek od czynności cywilnoprawnych).

#### **4. Rozwiązania w PSA mogące potencjalnie działać niekorzystnie w stosunku do inwestycji *Venture Capital***

Instytucji niosących potencjalne zagrożenie dla inwestorów VC jest liczebnie mniej niż tych, które mogą nieść korzyści. Na pierwszy plan wysuwa się tutaj instytucja tzw. testu wypłacalności przy dokonywaniu wypłat z kapitału akcyjnego, o którym była już mowa wyżej, w części dotyczącej zalet PSA dla przedsięwzięć VC. Przeciwnicy PSA wskazaliby w tym miejscu również brak istnienia klasycznego kapitału zakładowego w PSA, minimalny kapitał akcyjny w wysokości 1 zł czy możliwość wnoszenia wkładów w postaci świadczenia pracy lub usług. Jako zagrożenie jawić się może także, przynajmniej teoretycznie, większa swoboda obrotu akcjami PSA poprzez ustanowienie jedynie wymogu formy dokumentowej do ważnego zbycia akcji PSA.

Nie wchodząc szczegółowo w opisywanie zagadnienia tzw. testu wypłacalności, wskazać należy, że jest to instytucja nowa oraz nieuregulowana w sposób kompleksowy, który pomógłby uniknąć potencjalnych wątpliwości. Ustawodawca bowiem, po pierwsze, nie doprecyzował pojęć, o których mowa w art. 300<sup>15</sup> § 5 k.s.h., tj. „normalnych okoliczności”, w których to spółka nie może utracić zdolności do zaspokajania wymagalnych wierzytelności oraz „utrąty zdolności do wykonywania bieżących zobowiązań”. Po drugie, mankamentem obecnej regulacji jest brak konieczności podejmowania przez zarząd stosownej uchwały, w której stwierdzałby, że dana wypłata na rzecz akcjonariuszy jest legalna, ponieważ spółka przeszła test wypłacalności<sup>39</sup>. Brak tej regulacji odbiera akcjonariuszom możliwość dokonania klarownej oceny tego, czy dana wypłata jest zgodna z testem wypłacalności, a tym samym zgodna z prawem. Dodatkowo jako minus tej regulacji ustawowej można uznać brak ustanowienia bezpośredniej odpowiedzialności członków zarządu wobec wierzycieli, gdy wiedząc o ryzyku

<sup>39</sup> M. Mazgaj [w:] *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>15</sup> k.s.h., nb. 32.

niewypłacalności, dokonali oni wypłat na rzecz akcjonariuszy z kapitału akcyjnego. Powyższe wątpliwości i fakt, że ze względu na nowość PSA nie ma jeszcze w zasadzie żadnych opracowań opartych na praktyce działania tej spółki oraz braku przedmiotowego orzecznictwa, mogą prowadzić do obaw przed korzystaniem z tej formy prawnej przy inwestycjach VC.

Jeżeli o chodzi o zagrożenie w postaci minimalnej wysokości kapitału akcyjnego oraz braku wartości nominalnej akcji, to nie powinno to stanowić rzeczywistego ryzyka dla przedsięwzięć VC, jeżeli na kwestię tę popatrzymy przez pryzmat wymogu minimalnej wysokości kapitału zakładowego w innych spółkach kapitałowych, w szczególności w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Stwierdzić bowiem należy, że minimalna wysokość kapitału zakładowego w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, w formie której działa większość przedsięwzięć finansowanych poprzez inwestycje VC, nie stwarza żadnych większych gwarancji. 5 000 zł nie jest bowiem kwotą, która w jakikolwiek istotniejszy sposób może zaspokoić roszczenia wierzycieli spółki. Dodatkowo wspomnieć należy, że w PSA na mocy art. 300<sup>15</sup> k.s.h. oraz art. 300<sup>19</sup> k.s.h. ustanowione zostały mechanizmy mające na celu utrzymanie wypłacalności spółki w stosunku do bieżących zobowiązań<sup>40</sup>. Zaznaczyć trzeba, że odpowiedników tych mechanizmów nie ma w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością ani w spółce akcyjnej.

Wskazywane przez przeciwników PSA zagrożenie w postaci możliwości wnoszenia wkładów w postaci świadczenia pracy lub usług również nie powinno stanowić ryzyka dla przedsięwzięć VC. Co więcej, jak zostało to wskazane w niniejszym artykule, może stanowić ono dla nich atrakcyjny mechanizm. W przypadku przedsięwzięć typu startup nie wymaga się bowiem tego, żeby pomysłodawcy przedsięwzięcia wnosili do spółki aktywa majątkowe, którymi z różnych powodów nie dysponują, ponieważ czynią to inwestorzy VC. Głównym „świadczeniem” pomysłodawcy jest właśnie ich wkład indywidualny polegający na wykorzystaniu wiedzy poprzez pracę nad rozwojem danego przedsięwzięcia.

Ryzykiem może być również łagodna forma obrotu akcjami PSA – forma dokumentowa. Budzi to pewnego rodzaju zastrzeżenia ze względu na zagrożenie dla pewności obrotu. Jak się bowiem wskazuje, w tym przypadku do zachowania formy dokumentowej wystarcza złożenie oświadczenia woli w postaci dokumentu w sposób umożliwiający ustalenie osoby składającej oświadczenie<sup>41</sup>. W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością forma zbycia udziałów jest bowiem znacznie bardziej rygorystyczna i wymaga udziału notariusza (forma pisemna z podpisami notarialnie poświadczonymi – art. 180 k.s.h.). Forma obecna w PSA wydaje się być zbyt mało rygorystyczna, co może prowadzić czasem nawet do przypadkowego zbycia akcji, np. poprzez wysłanie emaila. Zostaną wówczas bowiem spełnione wymagania dla zachowania tej formy, o których mowa w art. 77<sup>2</sup> Kodeksu cywilnego, gdyż zgodnie z art. 77<sup>3</sup> Kodeksu cywilnego dokumentem jest nośnik informacji umożliwiający zapoznanie się z jej treścią

---

<sup>40</sup> Szerzej na ten temat A. Opalski, *Prosta...*, s. 10-12.

<sup>41</sup> R. Adamus [w:] *Prosta spółka akcyjna. Komentarz*, red. P. Malinowski, Warszawa 2021, komentarz do art. 300(36) k.s.h., nb. 9; M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>36</sup> k.s.h., nb. 3.

taki jak np. wiadomość e-mail<sup>42</sup>. Dodatkowo forma ta może okazać się również polem do dokonywania różnego rodzaju nadużyć. Wskazać jednak należy, jak już była o tym mowa w niniejszym artykule, że skuteczne nabycie praw z akcji następuje dopiero z chwilą dokonania w rejestrze akcjonariuszy wpisu wskazującego nabywcę liczbę, rodzaj, serie i numery nabytych akcji<sup>43</sup>.

## 5. Podsumowanie

Biorąc pod uwagę powyżej poczynione rozważania, stwierdzić należy, że PSA, z punktu widzenia inwestycji VC, może stać się atrakcyjną formą dla prowadzenia tego typu przedsięwzięć. Wskazać jednak także należy na to, że istnieją pewne jej mankamenty, które mogą odstraszać od korzystania w praktyce z tej spółki przez podmioty inwestycji VC.

Jako zalety, niespotykane w innych spółkach kapitałowych, które mogą być szczególnie istotne z punktu widzenia przedsięwzięć VC, wskazać należy możliwość wnoszenia wkładów na pokrycie akcji w postaci świadczenia pracy lub usług, bardzo dużą swobodę w kształtowaniu wzajemnych relacji wewnątrz spółki pomiędzy akcjonariuszami, zwłaszcza w przypadku uprzywilejowania dywidendowego czy możliwość przejęcia majątku spółki przez akcjonariusza przejmującego.

Regulacja PSA, ze względu na swą nowość i związaną z nią niepewność, może jednak okazać się niewykorzystana w praktyce w stopniu, na jaki, jak się wydaje, zasługuje. Przedsięwzięcia typu VC możliwe, że będą wolały korzystać ze sprawdzonej dotychczas już formy działalności – spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, w obawie przed niesprawdzonymi rozwiązaniami w PSA i związanym z nimi potencjalnym ryzykiem. Chodzi tutaj przede wszystkim o tzw. test wypłacalności i związane z nim wątpliwości, o których była mowa w niniejszym artykule.

Podsumowując, PSA ma charakterystyczne dla siebie instytucje, które mogą uczynić ją atrakcyjną dla przedsięwzięć VC i to pomimo pewnych niedoskonałości jej regulacji. O tym jednak, czy uzyska ona aprobatę środowiska związanego z przedsięwzięciami VC, zadecyduje praktyka.

## Bibliografia

### Literatura

- Adamus R. [w:] *Prosta spółka akcyjna. Komentarz*, red. P. Malinowski, Warszawa 2021.
- Dumkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020.
- Jasiński K. [w:] *Prosta spółka akcyjna. Komentarz*, red. M. Koźuchowski, M. Macieszczak, B. Woźniak, Warszawa 2021.
- Kozieł G., *Prosta spółka akcyjna. Komentarz*, Legalis 2020.

<sup>42</sup> R. Adamus [w:] *Prosta...*, komentarz do art. 300(36) k.s.h., nb. 9; M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>36</sup> k.s.h., nb. 3; K. Jasiński [w:] *Prosta spółka akcyjna. Komentarz*, red. M. Koźuchowski, M. Macieszczak, B. Woźniak, Warszawa 2021, komentarz do art. 300(36) k.s.h., nb. 4.

<sup>43</sup> M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, komentarz do art. 300<sup>36</sup> k.s.h., nb. 3.

- Malec M., *Fundusz Private Equity. Co to jest? Jak działa?*, <<https://www.private-equity.pl/fundusz-private-equity/>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- Malec M., *Venture Capital. Jak działają inwestorzy VC?*, <<https://www.private-equity.pl/co-to-jest-venture-capital/>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- Mazgaj M. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2020.
- Modzelewska L. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2020.
- Opalski A. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. A. Opalski, t. IIIA, Warszawa 2016.
- Opalski A., *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej*, cz. I, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 11.
- Pabis R. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J. Bieniak, Warszawa 2019.
- Przychoda M., *Francuska spółka akcyjna uproszczona (SAS)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 2.
- Sołtysiński S. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, Warszawa 2012.
- Strzępka J., Zielińska E. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J. Strzępka, Warszawa 2015.
- Szumański A., Weiss I. [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Warszawa 2019.
- Tofel M. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J. Bieniak, Warszawa 2019.

#### Akty prawne

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.6.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej.
- Ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2022, poz. 1467).
- Ustawa z 19.7.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019, poz. 1655).
- Ustawa z 29.9.1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 2023, poz. 120).
- Ustawa z 31.3.2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2016, poz. 615).
- Ustawa z 9.9.2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (Dz.U. 2023, poz. 170).

#### Orzecznictwo

- Wyrok SN z 21.1.2005 r., I CK 528/04, OSNC 2006, nr 1, poz. 11.

#### Inne

- <<https://300gospodarka.pl/news/rosnie-zaangazowanie-zaangazowanie-funduszy-venture-capital-w-polsce>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- <[https://pl.wikipedia.org/wiki/Startup\\_\(przedsi%C4%99biorstwo\)](https://pl.wikipedia.org/wiki/Startup_(przedsi%C4%99biorstwo))>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- <[https://pl.wikipedia.org/wiki/Venture\\_capital#cite\\_note-CITEREFPanfil200517](https://pl.wikipedia.org/wiki/Venture_capital#cite_note-CITEREFPanfil200517)>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- <[https://pl.wikipedia.org/wiki/Venture\\_capital\\_w\\_Polsce](https://pl.wikipedia.org/wiki/Venture_capital_w_Polsce)>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- <<https://startup.pfr.pl/pl/aktualnosci/kim-jest-aniol-biznesu-i-jak-zdobyc-jego-wsparcie/#:~:text=Anio%C5%82ami%20biznesu%20s%C4%85%20osoby%20prywatne,w%20pomys%C5%82y%20kolejnego%20pokolenia%20tw%C3%B3rc%C3%B3w>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].

- <<https://www.pb.pl/pfr-ventures-wartosc-inwestycji-na-ryнку-vc-wzrosła-o-70-proc-w-2020-r-1106764>>, [dostęp: 1.3.2023 r.].
- Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw wraz z uzasadnieniem z 12.2.2019 r., druk 3236, Sejm VIII kadencji.