

DAWID VAN KĘDZIERSKI*

GENEZA ZASAD OCHRONY WIERZYCIELI SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH

1. WSTĘP

Ochrona wierzycieli spółek kapitałowych stanowi jeden z głównych obszarów zainteresowania prawa spółek. Przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać w fundamentalnej różnicy pomiędzy spółkami osobowymi a kapitałowymi: podczas gdy wspólnicy spółek osobowych odpowiadają za zobowiązania tych spółek (art. 31 § 1 k.s.h.¹), to w przypadku spółek kapitałowych odpowiedzialność ta jest wyłączona (art. 151 § 4 i art. 301 § 5 k.s.h.). Dlatego też wierzyciele spółek kapitałowych nie mogą korzystać ze swoistego instrumentu ochronnego, którym jest po prostu sięgnięcie po majątek wspólników² niewypłacalnej spółki.

Choć niniejszy artykuł ma na celu przedstawienie genezy zasad ochrony wierzycieli, to tak postawione zadanie z konieczności musi dotknąć samej istoty spółek³. Wyłączenie odpowiedzialności wspólników było bowiem możliwe tylko dzięki uznaniu spółki za zupełnie odrębny podmiot prawa, który ma własną **osobowość prawną**. W konsekwencji spółka dysponuje odrębnym majątkiem — **kapitałem** — który jest wyłączną własnością tej spółki. Z założenia tego płynie logiczny wniosek, że wspólnicy w tym stanie rzeczy nie mogą swobodnie dysponować majątkiem (kapitałem) spółki, ponieważ majątek ten nie należy bezpośrednio do nich. Ta prosta konstatacja uzasadnia istnienie ograniczeń w wypłatach z tytułów korporacyjnych (łac. *causa societatis*) dokonywanych przez spółkę na rzecz jej wspólników. Ogra-

* Autor jest prawnikiem w kancelarii Gide i przygotowuje doktorat na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 ze zm.).

² Jako wspólników należy oczywiście również traktować akcjonariuszy spółki akcyjnej.

³ W niniejszym artykule słowo „spółka” bez bliższego określenia oznacza spółkę kapitałową.

niczenia te są współcześnie jednym z podstawowych mechanizmów służących ochronie praw wierzycieli spółek.

Z powyższych względów omówienie genezy zasad ochrony wierzycieli wymaga sięgnięcia do źródeł spółek kapitałowych jako takich. Choć rodzi to konieczność głębokiej analizy historycznej, pozwala jednocześnie skupić badania na jednym aspekcie: **kapitale zakładowym**. O sensie instytucji kapitału zakładowego stanowi bowiem funkcja ochrony wypłacalności spółki⁴. Powoduje to, że kapitał zakładowy leży u podstaw korporacyjnych zasad ochrony wierzycieli, które są „wpisane” w reżim kapitału zakładowego⁵. Tak zogniskowane badania pozwalają pominąć stosunki wewnętrzne spółki — jej ład korporacyjny (ang. *corporate governance*) — i skupić się na stosunkach spółki z osobami trzecimi, zwłaszcza w zakresie dotyczącym finansów korporacyjnych (ang. *corporate finance*).

Z uwagi na ścisły związek z kapitałem zakładowym temat ochrony wierzycieli spółek kapitałowych jest od wielu lat przedmiotem żywego zainteresowania europejskiej doktryny prawa handlowego⁶. Przyczyną tego zainteresowania jest chęć zreformowania europejskiego prawa spółek, które na poziomie Unii Europejskiej zostało zharmonizowane w dyrektywie prawa spółek⁷. Na ten temat od lat toczy się debata, w której centralną rolę zajmuje pytanie dotyczące zasadności utrzymania obecnego reżimu prawa spółek, który przewiduje istnienie instytucji kapitału zakładowego.

Mimo że podczas powyższej debaty wielokrotnie wysuwano postulat likwidacji kapitału zakładowego, instytucja ta dalej stanowi podstawę regulacji ustroju majątkowego europejskich spółek akcyjnych. Przyczyn tego stanu rzeczy można upatrywać nie tylko w głęboko zakorzenionej tradycji prawnej, lecz także w znacznym stopniu skomplikowania regulacji kapitału zakładowego, którą określono mianem „misternej konstrukcji prawnej, podporządkowanej nadrzędnemu celowi: ochronie wierzycieli spółek kapitałowych”⁸. Trafność tej diagnozy można zademonstrować choćby na przykładzie wypłat *causa societatis*. Mimo że w odniesieniu do

⁴ Tak A. Opalski (w.): *System prawa prywatnego*, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2016, s. 108. K. Szmid: *Natura spółki akcyjnej jako delimitacja zasady swobody umów w prawie polskim i amerykańskim*, Warszawa 2015, s. 10, stawia wręcz tezę, że wysoki poziom ochrony wierzycieli jest elementem składowym natury spółki kapitałowej.

⁵ Por. A. Opalski: *Prawo zgrupowań spółek*, Warszawa 2012, s. 384.

⁶ Literatura jest obszerna. Istotnym wydarzeniem było opublikowanie raportu Rickforda: *Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, ed. J. Rickford, *European Business Law Review* 2004, nr 4 (15), s. 919–1027. H. Erdem Şişmangil: *Creditor Protection in Private Equity-Backed Leveraged Buy-out and Recapitalisation Practices: A Comparative Analysis of Company and Insolvency Law Mechanisms in England, Germany and Turkey*, Berlin 2014, s. 32–48, omawia przebieg debaty europejskiej. Wybór opracowań przedstawiających stan dyskusji w Polsce podaje A. Opalski: *Prawo zgrupowań...*, *op. cit.*, s. 458, przyp. 113.

⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1132 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (Dz. Urz. UE L 169 z 30.06.2017 r., s. 46).

⁸ A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, *Kwartalnik Prawa Prywatnego* 2004, z. 2, s. 459. Zupełnie przeciwne (i nieuzasadnione) stanowisko zajął J. Frąckowiak: *Demontaż spółki z o.o. czy nowy rodzaj spółki kapitałowej — uwagi na tle proponowanej nowelizacji kodeksu*

tytułów dokonywania tych wypłat obowiązuje zasada *numerus clausus*⁹, w ramach zamkniętego katalogu świadczeń można wyróżnić co najmniej: dywidendę (art. 191 § 1 i art. 347 § 1 k.s.h.) i zaliczkę na poczet dywidendy (art. 194 i art. 349 § 1 k.s.h.), spłatę umorzeniową (art. 199 § 2 i art. 359 § 2 k.s.h.), cenę nabycia własnych praw udziałowych (art. 362 § 1 k.s.h.), zwrot dokonanych na kapitał zakładowy wpłat w wyniku jego obniżenia¹⁰ (art. 263 § 1 i art. 455 § 1 k.s.h.), świadczenia otrzymane z tytułu uprawnień osobistych (art. 354 § 1 *in fine* k.s.h.), zwrot dopłat uiszczonych przez wspólników (art. 179 § 1 k.s.h.), odszkodowanie za zniesienie lub ograniczenie przywilejów związanych z akcjami lub uprawnieniami osobistymi (art. 419 § 4 k.s.h.), dopłaty uiszczane w toku łączenia lub podziału spółek (art. 492 § 2 i art. 529 § 3 k.s.h.), wypłaty na rzecz wspólników, którzy nie będą uczestniczyć w spółce przekształconej (art. 565 § 1 k.s.h.) oraz kwotę likwidacyjną (art. 286 § 2 i art. 474 § 2 k.s.h.). Problematyka jest dodatkowo komplikowana istnieniem szczególnych rozwiązań prawa bilansowego (rachunkowości) i upadłościowego, które łącznie z prawem spółek stanowią system naczyń połączonych służący ochronie praw wierzycieli spółek kapitałowych.

W istocie więc koncepcja, która mogłaby się wydawać oczywista, obejmuje niezwykle szerokie spektrum wydarzeń, które dotyczą niemal każdego aspektu funkcjonowania spółki. Prawdopodobnie z tych względów wokół koncepcji kapitału zakładowego i zasad ochrony wierzycieli spółek narosło w literaturze wiele mitów¹¹, zwłaszcza dotyczących uwarunkowań historycznych. Celem niniejszego artykułu jest więc przede wszystkim wierne przedstawienie faktów historycznych, które doprowadziły do ukształtowania się współczesnych zasad ochrony wierzycieli spółek. Mimo historycznego charakteru badań powinny one mieć znaczenie także dla współczesnej, niezakończonej debaty na temat reformy europejskiego prawa spółek.

Z uwagi na szerokie zakreślenie pola badawczego, konieczne jest poczynienie kilku ograniczeń. Po pierwsze, choć przy prezentowaniu wyników badań kierowano się chęcią wiernego opisu historycznego, musiał on zostać uogólniony, aby uniknąć zbyt daleko idącej szczegółowości. Po drugie, pole badawcze zostało ogra-

spółek handlowych, Przegląd Prawa Handlowego 2011, nr 6, s. 7, który stwierdził, że „kapitał zakładowy jest czytelny i łatwy do zrozumienia konstrukcją”.

⁹ Zamiast wielu zob. A. Opalski (w:) *Kodeks spółek handlowych*, t. IIIA, *Spółka akcyjna. Komentarz do art. 301–392*, pod red. A. Opalskiego, Warszawa 2016, art. 344, nb 3.

¹⁰ Na przykład poprzez obniżenie wartości nominalnej praw udziałowych. Prawami udziałowymi w polskim prawie spółek są udziały oraz akcje.

¹¹ Przykładowo w literaturze europejskiej utarł się pogląd, jakoby koncepcja kapitału niepodlegającego zwrotowi na rzecz wspólników była wytworem drugiej połowy XIX w. autorstwa Brytyjczyków — zamiast wielu zob. K. Hoof: *The Financial Assistance Prohibition: Origins, Evolution, and Future*, *European Company Law* 2011, nr 4 (8), s. 157 wraz z pozycją przytoczoną tam w przyp. 3. Z kolei A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, *op. cit.*, s. 438, stwierdził, że: „Amerykańska tradycja prawna, inaczej niż tradycja europejska, nigdy nie uznała potrzeby ochrony wierzycieli jako podstawowej zasady prawa o spółkach, zaś bezpieczeństwa wierzycieli za dobro prawne, wymagające szczególnej ochrony”. W dalszej części artykułu zostanie wykazana niezasadność tych tez, podobnie zresztą jak wielu innych, których nie trzeba przytaczać.

niczone geograficznie do świata Zachodu. Jest to funkcja faktów historycznych: znaczna część reszty świata przyjęła, w sposób dobrowolny lub przymusowy, rozwiązania wzorowane na systemach zachodnich¹². Po trzecie, wpływ na perspektywę badawczą ma także stopień rozwoju literatury przedmiotu. Najwięcej wysiłków badawczych skupiało się dotychczas na analizie historycznej anglosaskich systemów prawa spółek i upadłościowego. Literatura przedmiotu dotycząca innych systemów jest stosunkowo ograniczona¹³, stąd w wielu wypadkach należy się posiłkować badaniami prowadzonymi w dziedzinach pokrewnych, takich jak finanse korporacyjne lub rachunkowość, albo opracowaniami ogólnohistorycznymi.

Artykuł został uporządkowany według kryterium chronologicznego. Historię spółek kapitałowych podzielono na trzy okresy: (i) okres poprzedzający rewolucję z końca XVIII w.; (ii) okres liczony od momentu wybuchu tych rewolucji do końca XIX w.; oraz (iii) czasy współczesne, tj. okres liczony od początku XX w. Okresem tym poświęcone są odpowiednio punkty 2, 3 i 4, przy czym w ostatnim analizowanym okresie skupiono się raczej na omówieniu głównych tendencji w obszarze ochrony praw wierzycieli spółek niż ścisłej chronologii wydarzeń. W punkcie 5 na podstawie dokonanej analizy historycznej zaproponowano syntezę, która ujmuje współczesne zasady ochrony wierzycieli spółek w jednolitą koncepcję: regułę absolutnego priorytetu. Punkt 6 stanowi podsumowanie i zakończenie artykułu.

2. HISTORIA PRZEDREWOLUCYJNA

2.1. STAROŻYTNOŚĆ

Podobnie jak większość instytucji prawnych, sama koncepcja osób prawnych również ma swe początki w prawie rzymskim. Pewnego rodzaju osoby prawne były znane ustawie XII tablic¹⁴, a być może nawet za czasów królestwa¹⁵. Podmioty prywatne posiadające istotne prawa podmiotowe były z pewnością znane ustawie *lex Iulia de colegiis* w okresie klasycznym — późnej republiki lub wczesnego pryncypatu¹⁶. Należy przy tym podkreślić, że jurysprudencja i prawodawstwo rzymskie nigdy nie wytworzyły jednolitej koncepcji osoby prawnej we współczesnym rozumieniu¹⁷.

¹² Szerzej zob. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer: *The Economic Consequences of Legal Origins*, Journal of Economic Literature 2008, nr 2 (46), s. 287–291.

¹³ Por. P. Muchlinski: *The Development of German Corporate Law Until 1990: An Historical Reappraisal*, German Law Journal 2013, nr 2 (14), s. 341–342.

¹⁴ W. Rozwadowski: *Prawo rzymskie. Zarys wykładu wraz z wyborem źródeł*, Poznań 1992, s. 95.

¹⁵ W. Blackstone: *Commentaries on the Laws of England. Book the First*, Oxford 1765, s. 456–457, podaje za Plutarchem, że korporacje zostały wprowadzone przez legendarnego drugiego króla Rzymu, Numę Pompiliusza (753–673 r. p.n.e.).

¹⁶ Por. P. W. Duff: *Personality in Roman Private Law*, New York 1971, s. 137–138.

¹⁷ *Ibidem*, s. 138–140.

Istniały tylko pewne rodzaje takich osób oraz pewne rodzaje praw, które im przysługiwały. W prawie rzymskim niewątpliwie istniały osoby prawne typu korporacyjnego¹⁸. Posługiwano się różnymi nazwami do opisywania tych podmiotów, przy czym w Digestach prominentną rolę odgrywają pojęcia *universitas*¹⁹, *collegia* oraz *corpora*²⁰. Korporacje nie mogły być zawiązywane w sposób dowolny: obowiązywał system koncesji na podstawie ustaw, uchwał Senatu lub konstytucji cesarskich²¹. Ograniczone były również cele funkcjonowania tych podmiotów, obejmujące między innymi pobór podatków oraz wydobywanie złota, węgla lub soli²². Istniały także pewne stowarzyszenia (*collegia*), jak na przykład piekarzy lub właścicieli statków, których osobowość (*corpus*) została potwierdzona za pomocą uchwał Senatu lub konstytucji cesarskich²³.

Z treści Digestów wynika, że Rzymianie wypracowali między innymi zasady reprezentacji²⁴, głosowania²⁵ czy zastępstwa procesowego²⁶ korporacji. Najślynniejszy tekst pochodzi z księgi dziesiątej komentarza Ulpiana do edyktu, który wypada przytoczyć w całości: *Si quid universitati debetur, singulis non debetur: nec quod debet universitas singuli debent*²⁷. Jeśli *universitas* potraktujemy jako spółkę, zaś *singulus* jako współnika, to tłumaczenie brzmi następująco: „Jeśli coś jest należne spółce, to nie jest należne współnikowi, zaś to, co jest zobowiązaniem spółki, nie stanowi zobowiązania współnika”. Fragment ten został nazwany największą zdobyczą jursprudencej rzymskiej dotyczącej osobowości prawnej²⁸. Za okoliczność doniosłą należy uznać, że dotyczy on ograniczonej odpowiedzialności członków korporacji względem jej wierzycieli. W polskim ustawodawstwie można to uznać *de lege lata* za podstawowe kryterium podziału na osoby prawne (art. 33 k.c.²⁹) i jednostki nieposiadające osobowości prawnej (art. 33¹ § 1 k.c.). Mianowicie członkowie jednostki nieposiadającej osobowości prawnej odpowiadają subsydiarnie za

¹⁸ Istnienie osób prawnych typu zakładowego jest w literaturze kwestią sporną — W. Rozwadowski: *Prawo rzymskie...*, *op. cit.*, s. 95.

¹⁹ D.3.4.

²⁰ D.47.22.

²¹ D.3.4.1.pr. (Gaius, 3 ad edictum provinciale). Istnieją jednak rozbieżności co do dokładnej interpretacji tego fragmentu. Możliwe jest uznanie, że koncesjonowane było nie tworzenie korporacji, lecz uzyskanie praw korporacyjnych przez niektóre stowarzyszenia (*collegia*) oraz spółki cywilne (*societates*) — szerzej zob. P.W. Duff: *Personality...*, *op. cit.*, s. 141–149.

²² D.3.4.1.pr. (Gaius, 3 ad edictum provinciale).

²³ *Ibidem*.

²⁴ Por. D.3.4.1.1 (Gaius, 3 ad edictum provinciale) oraz D.3.4.2 (Ulpian, 8 ad edictum).

²⁵ D.3.4.4 (Paulus, 9 ad edictum) oraz D.3.4.5 (Ulpian, 8 ad edictum).

²⁶ D.3.4.6 (Paulus, 9 ad edictum).

²⁷ D.3.4.7.1 (Ulpian, 10 ad edictum).

²⁸ P.W. Duff: *Personality...*, *op. cit.*, s. 37. Fragment ten jest przedmiotem kontrowersji w nauce, gdyż niektórzy autorzy uważają, że słowo *universitas* stanowi interpolację — szerzej zob. *ibidem*, s. 37–48. Słowo to mogło nie posiadać określonego znaczenia techniczno-prawnego w okresie klasycznym, ale dla niniejszych badań jest to nieistotne. Ważne jest to, że słowo to oznacza właśnie korporację, tzn. osobę prawną typu korporacyjnego. Nawet jeśli koncepcja ta pochodzi z okresu bizantyńskiego, nie wpływa to w żaden sposób na dalsze wnioski.

²⁹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 459 ze zm.).

jej zobowiązania na wypadek jej niewypłacalności (art. 33¹ § 2 k.c.), w odróżnieniu od członków osoby prawnej.

Mimo znacznego stopnia zaawansowania prawa rzymskiego dotyczącego różnego rodzaju osób prawnych, nigdy nie wytworzyło ono prawa spółek kapitałowych. Koncesje korporacyjne były wydawane niezwykle rzadko, a Rzymianie nie wypracowali idei gromadzenia kapitału za pomocą spółek³⁰.

2.2. ŚREDNIOWIECZE

Wraz z upadkiem Cesarstwa Zachodniego zniknęła większość korporacji komercyjnych działających na Zachodzie³¹. Z uwagi na chaos, który powstał na skutek upadku Cesarstwa, a także spadek poziomu piśmienności i skąpy zakres materiału źródłowego, nie można zbyt wiele powiedzieć o spółkach wczesnego średniowiecza. Niewątpliwie osobowość prawna była w międzyczasie wykorzystywana do celów funkcjonowania Kościoła³². Handel jednak zamierał, brak było zresztą impulsu ku niemu — populacja południa Europy została znacznie zredukowana przez serię epidemii w V i VI w., a wzrost demograficzny całej Europy długo nie mógł osiągnąć wysokiego tempa z uwagi na niską wydajność rolnictwa barbarzyńców³³. Pieniądże były wykorzystywane rzadko i dominowała wymiana barterowa. Dlatego narracja w tym miejscu się urywa i powraca w drugiej połowie XI w., gdy Święte Cesarstwo Rzymskie już okrzepło, Francja znalazła się we władaniu Kapetyngów, rekonkwista nabrała rozpędu po upadku Kalifatu Kordoby, Słowianie zostali schryścianizowani, a William podbił Anglię. W okresie tym w Europie rozpoczęła się już rewolucja handlowa, która najwcześniej zawiązała we włoskich miastach kupieckich³⁴.

Podstawą średniowiecznych stosunków handlowych było międzynarodowe prawo kupieckie (*lex mercatoria*). Praktyka włoskich miast kupieckich, a zwłaszcza Amalfi, Pizy, Genui i Wenecji, ukształtowała pewną formę prywatnej ograniczonej odpowiedzialności. Była to *commenda*, która przypominała współczesną spółkę komandytową, ponieważ miała ona dwa rodzaje współników: pasywnego inwestora (*commendator*) oraz aktywnego handlowca (*tractator*)³⁵. *Commenda* była zazwyczaj zawiązywana na jedną wyprawę kupiecką, po zakończeniu której kapitał wraz

³⁰ Por. F. Schulz: *Principles of Roman Law*, tłum. M. Wolff, Oxford 1936, s. 149.

³¹ A.J. Youngblood: *Trust Fund Doctrine*, University of Detroit Bi-Monthly Law Review 1930, nr 2 (14), s. 109.

³² *Ibidem*.

³³ Szerzej zob. R.S. Lopez: *The Commercial Revolution of the Middle Ages: 950–1350*, Cambridge 1995, s. 10–22, oraz H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise of the Firm*, Harvard Law Review 2006, nr 2 (119), s. 1364.

³⁴ Szerzej zob. R.S. Lopez: *The Commercial Revolution...*, *op. cit.*, s. 27–36 oraz 56–60.

³⁵ Szerzej zob. W. Mitchell: *An Essay on the Early History of the Law Merchant*, Cambridge 1904, s. 124–129, oraz Y. González de Lara: *Litigation Plus Regulation: The Protection of Investor Rights in Late-Medieval Venice* (w:) *Origins of Shareholder Advocacy*, ed. J.G.S. Koppell, New York 2011, s. 104–106.

z zyskami był zwracany obu wspólnikom. *Commendator* nie był zaangażowany w wyprawę, dlatego też nie ponosił on odpowiedzialności za zobowiązania spółki zaciągnięte w trakcie jej trwania. Nieograniczoną odpowiedzialność ponosił *trattator*, czyli w praktyce najczęściej kapitan statku transportującego towar. Spółki typu *commenda* były jednak powoływane *ad hoc* i znane były głównie w miastach portowych. Stałą działalność prowadziły „zwykłe” spółki osobowe (*societas*) znane zasadniczo wszystkim państwom europejskim z uwagi na ich źródło w prawie rzymskim.

Zupełnie innym rodzajem organizacji były gildie kupieckie tworzone w miastach. Otrzymywały one od władców feudalnych różnego rodzaju przywileje, przede wszystkim prawo do handlu wolnego od podatków, myta i ceł na terenie miasta³⁶. W obrocie gildie występowały samodzielnie na zasadzie *ad hoc*, przy konkretnych transakcjach, które miały na celu głównie ograniczenie konkurencji o towary³⁷. Z przywilejów kupieckich w pozostałym zakresie korzystali członkowie gildii. Dokładna analiza statusu prawnego gildii jest utrudniona ze względu na niewyraźną granicę pomiędzy gildią i jej członkami a miastem i urzędnikami miejskimi³⁸. Niemniej członkowie gildii ponosili odpowiedzialność wobec osób trzecich za długi zaciągnięte przez innych członków. W razie braku płatności wierzyciele pochodzący z innych miast zawłaszczali (średnioang. *withernam*) na poczet płatności mienie należące do członków gildii dłużnika, którzy prowadzili interesy w mieście wierzycielskim³⁹.

Nieco późniejszym rodzajem organizacji były gildie (cechy) rzemieślnicze. Ich celem było przede wszystkim szkolenie adeptów danego zawodu, którzy z uczniów stawali się czeladnikami, a następnie mistrzami rzemiosła. Cechy rzemieślnicze były ściśle regulowane, a ich działalność była nakierowana przede wszystkim na zachowanie porządku i stabilności, a nie na ekspansję i rozwój gospodarczy⁴⁰. Cechy, podobnie jak gildie kupieckie, były w pewnym sensie organizacjami quasi-publicznymi, ponieważ były z reguły tworzone przez władze miasta⁴¹. Ścisły nadzór nad dostępem do zawodu doprowadził do powstania efektywnego monopolu cechów rzemieślniczych na produkcję określonych towarów⁴². Jest to jeden z powodów, dla których w typowej działalności rzemieślniczej podstawową rolę odgrywały umiejętności i narzędzia rzemieślnika, a nie kapitał⁴³.

Z tej perspektywy interesującym wydarzeniem było powstanie wielkich spółek we włoskich miastach-państwach, które nie miały dostępu do morza, takich jak

³⁶ E. Lipson: *The Economic History of England*, Vol. I, *The Middle Ages*, London 1929, s. 240–241.

³⁷ *Ibidem*, s. 245, oraz E.F. Heckscher: *Mercantilism*, London 1994, s. 384.

³⁸ E. Lipson: *The Economic History of England*, Vol. I..., *op. cit.*, s. 249–252.

³⁹ *Ibidem*, s. 260–266.

⁴⁰ *Ibidem*, s. 287.

⁴¹ *Ibidem*, s. 339 i 346–347.

⁴² *Ibidem*, s. 368–374.

⁴³ *Ibidem*, s. 295.

Lucca, Pistoia, Siena czy Florencja⁴⁴. Na szczególną uwagę zasługują banki. Działy one jako prywatne spółki osobowe⁴⁵, zaś bankierzy byli obowiązkowo zrzeszani w gildiach, dla nazwania których trudno znaleźć odpowiednie słowo w języku polskim. Skupiały one osoby, które można by nazwać lichwiarzami, wekslarzami albo „wymieniaczami pieniędzy”⁴⁶ (wł. *cambiatore*, ang. *money changer*, niem. *Geldwechsler*, fr. *changeur*). Za przykład może posłużyć bank rodziny Medici (1397–1494): jego wspólnicy należeli do florenckiej gildii *Arte del Cambio*⁴⁷, a był on zorganizowany jako siatka okresowo odnawianych spółek osobowych⁴⁸. Dlatego też właściciele odpowiadali bez ograniczeń za zobowiązania swych banków⁴⁹. W tym kontekście przykładem zupełnie wyjątkowym był Bank św. Grzegorza (wł. *Casa delle compere e dei banchi di San Giorgio*) założony w Genui w 1407 r. Był on podmiotem posiadającym kapitał o wartości nominalnej początkowo równej wartości pożyczek udzielonych republice w celu sfinansowania jej działań wojennych⁵⁰. Kapitał ten był podzielony na prawa majątkowe (wł. *luoghi*, łac. *loca*), które były przedmiotem obrotu na targach genuańskich⁵¹. W odróżnieniu od normalnych banków, *Casa* była podmiotem publicznym posiadającym w niektórych okresach władztwo terytorialne i administracyjne między innymi nad Korsyką czy Cypr⁵².

Można więc powiedzieć, że pod koniec średniowiecza znano już wczesny rodzaj spółki kapitałowej. Poza powyższym przykładem banku publicznego, inny interesujący przykład można odnaleźć w historii szwedzkiej kopalni miedzi w Falun⁵³. Najstarszy dokument dotyczący tej kopalni pochodzi z 1288 r. i stwierdza 1/8 udziału

⁴⁴ Por. F. Braudel: *Civilization and Capitalism: 15th–18th Century*, Vol. II, *The Wheels of Commerce*, tłum. S. Reynolds, London 1983, s. 436.

⁴⁵ Zob. R. de Roover: *The Rise and Decline of the Medici Bank: 1397–1494*, Cambridge 1963, s. 79.

⁴⁶ We współczesnym języku potocznym zbliżona znaczeniowo jest nazwa „cinkciarz”.

⁴⁷ R. de Roover: *The Medici Bank: Its Organization, Management, Operations, and Decline*, New York 1948, s. 4.

⁴⁸ Zob. schemat przedstawiony przez R. de Roovera: *The Rise...*, *op. cit.*, s. 83. Okresowo likwidowane i zawiązywane na nowo spółki osobowe były stosowane także przez południowoniemieckie rodziny kupieckie, takie jak Fuggerowie lub Wielka Spółka Handlowa z Ravensburga (niem. *Große Ravensburger Handelsgesellschaft*) — zob. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 335–336. Rodzina Medici była innowacyjna o tyle, że stworzyła cały holding spółek, z których każda służyła do zarządzania oddziałem w danym mieście.

⁴⁹ Por. R. de Roover: *The Medici Bank...*, *op. cit.*, s. 70, gdzie opisano praktykę wpłacania przez wspólników depozytów za pośrednictwem fikcyjnych deponentów („słupów”) w celu ukrycia majątku wspólników przed wierzycielami banku.

⁵⁰ Szerzej zob. C. Malberti: *Shareholders' Rights in the Early Italian Companies: Agency Problems and Legal Strategies* (w:) *Origins...*, *op. cit.*, s. 148, oraz W. Mitchell: *An Essay...*, s. 138–139. Uznanie tego banku za spółkę kapitałową jest w literaturze kontrowersyjne — zob. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 334–335 oraz literaturę przytoczoną tam w przyp. 11.

⁵¹ F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 100–101.

⁵² N.F. Hoggson: *Banking through the ages*, New York 1926, s. 68. Innym przykładem nietypowego banku był bank pobożny powołany do życia w 1472 r. pod nazwą Monte Pio przez władze miasta Siena. Była to instytucja podobna do lombardu, której zadaniem było udzielanie nieoprocentowanych pożyczek ubogim. Dziś Monte Pio działa jako bank pod firmą Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. i notowany jest na giełdzie w Mediolanie.

⁵³ Por. Application for inclusion on the World Heritage List: The Historical industrial landscape of the Great Copper Mountain in Falun, Sweden, <http://whc.unesco.org/uploads/nominations/1027.pdf> (dostęp: 31 marca 2017 r.).

w kopalni przysługującą biskupowi Västerås. W działalność kopalni zaangażowani byli między innymi kupcy z miast hanzeatyckich. W 1347 r. król nadał kopalni koncesję, która uprawniała górników do otrzymywania udziałów (szwed. *fjärdeparten*) w spółce Stora Kopparberg utworzonej tą koncesją⁵⁴. Kopalnie dawały zresztą wczesny impuls do powstawania spółek kapitałowych także w innych częściach Europy. Przykładowo niektóre niemieckie kopalnie posiadały udziały (niem. *Kuxen*), które pod koniec XV w. były przedmiotem obrotu na targach w Lipsku⁵⁵.

Na tym tle przykładem zupełnie wyjątkowym były młyny zbożowe w Tuluzie⁵⁶. Podstawą tytułu prawnego do młynów i gruntu, na którym stały, była instytucja *sui generis* lenna zwanego *pariage*. Posiadacze (fr. *pariers*) udziałów (fr. *uchaux*) w młynach byli więc formalnie lennikami miejscowego władcy feudalnego. *Uchaux* były przedmiotem obrotu, a ich posiadacze w późniejszym okresie wedle wszelkiego prawdopodobieństwa nie odpowiadali za zobowiązania zaciągnięte przez młyn. Kontekst prawny młynów z czasem ewoluował, najpierw pod wpływem prawa rzymskiego (zamiast lenna zaczęto posługiwać się instytucją emfiteuzy), a następnie wraz z odchodzeniem od feudalnych źródeł prawa. Młyny z Tuluzy w późnym średniowieczu różniły się od spółek kapitałowych głównie nazwą. Posiadacze *uchaux* tuż przed Wielką Rewolucją Francuską byli już nazywani akcjonariuszami⁵⁷.

2.3. CZASY NOWOŻYTNE

Na przełomie średniowiecza i renesansu tradycyjna koncentracja działalności produkcyjnej i handlowej w gildiach zaczęła się załamywać, co było skutkiem między innymi łączenia się różnych gildii, w ramach których oddzielano obie funkcje: handlową i produkcyjną⁵⁸. Oddzielono również handel detaliczny od hurtowego, czy krajowy od zagranicznego⁵⁹. Kupcy zaczęli traktować swój zawód jako rzemiosło wymagające terminowania⁶⁰, a jednocześnie marginalizowali tradycyjnych rzemieślników i monopolizowali handel na wielu rynkach⁶¹. Rzemieślnicy z czasem stawali się *de facto* pracownikami bogatych kupców. Obok zmian społeczno-gospodarczych wypracowano także nową formułę prawną w postaci spółki komandytowej. Być może najstarsza z zachowanych umów spółki komandytowej (wł. *accomandita*)

⁵⁴ Spółka ta działa do dziś pod firmą Stora Enso Oyj i jest notowana na giełdzie NASDAQ Helsinki.

⁵⁵ F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 101.

⁵⁶ Szerzej zob. D. le Bris, W.N. Goetzmann, S. Pouget: *The Development of Corporate Governance in Toulouse 1372–1946*, 3 marca 2016 r., <https://ssrn.com/abstract=2631178> (dostęp: 31 marca 2017 r.), oraz W.N. Goetzmann, S. Pouget: *A Shareholder Lawsuit in Fourteenth-Century Toulouse* (w:) *Origins...*, *op. cit.*, s. 215–229. Spółka młynowa z Bazacle funkcjonuje obecnie jako elektrownia wodna w ramach francuskiej spółki EDF.

⁵⁷ F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 440.

⁵⁸ Szerzej zob. E. Lipson: *The Economic History of England*, Vol. I..., *op. cit.*, s. 374–390.

⁵⁹ Por. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 377–378.

⁶⁰ E. Lipson: *The Economic History of England*, Vol. III, *The Age of Mercantilism*, London 1931, s. 342–346.

⁶¹ *Ibidem*, s. 214–215.

została zawarta w 1532 r. we Florencji⁶². W XVI w. spółki komandytowe zaczęły się rozprzestrzeniać z południa Europy na północ. Szczególną popularność zyskały we Francji i państwach niemieckich, ale nie na Wyspach Brytyjskich⁶³. W 1673 r. zasady tworzenia spółek komandytowych zostały skodyfikowane we francuskim ordonansie handlowym, który istotnie wpłynął na prawo handlowe skodyfikowane w Landrechcie pruskim w 1794 r.⁶⁴ Spółki komandytowe z czasem stały się preferowaną formą prowadzenia działalności i przez wiele wieków pozostały dominującą strukturą organizacyjną w handlu wewnątrz kontynentu europejskiego. Kupcy z reguły nie potrzebowali spółki kapitałowej, ponieważ korzystali z przynależności do gildii, która spełniała wiele funkcji spółki kapitałowej⁶⁵. Dodatkowym czynnikiem, który przyczynił się do sukcesu spółki komandytowej, była anonimowość komandytariusza⁶⁶. Pozwalała ona kupcom z różnych krajów prowadzić wspólne interesy nawet mimo wojen toczących się pomiędzy ich rodzimymi krajami, a także umożliwiała angażowanie się w działalność komercyjną osobom, którym z różnych względów to nie wypadało, jak na przykład arystokratom lub urzędnikom państwowym⁶⁷.

W kapitałochłonnej działalności regulowanej dalej były wykorzystywane pewne formy spółek kapitałowych. Przykładem może być utworzona w 1581 r. austriacka spółka wydobywająca i handlująca żelazem⁶⁸. Posiadała ona ściśle zdefiniowany kapitał nazywany *Hauptkapital* lub *Leggeld*, który był oddzielany od zysków przeznaczonych na dywidendę. Zyski były szacowane jako pewien procent kapitału na podstawie rocznego zamknięcia ksiąg. Kapitał mógł być co prawda wycofany ze spółki po upływie czterech lat, niemniej czas trwania spółki był nieograniczony. Podmiot ten miał charakter publiczny, podobnie jak Bank św. Grzegorza: zarządcy kopalni byli wybierani przez radę miasta Steyr, zaś miasto (ale nie akcjonariusze) odpowiadało za zobowiązania spółki. W 1568 r. królowa Elżbieta I nadała koncesje dwóm angielskim spółkom górniczym⁶⁹, które jednak milczały na temat podziału zysku czy innych kwestii dotyczących finansów korporacyjnych.

⁶² F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 438.

⁶³ Por. L.C.B. Gower: *The English Private Company*, Law and Contemporary Problems 1953, nr 4 (18), s. 537–538.

⁶⁴ E. Heidhues, C. Patel: *Convergence of Accounting Standards in Germany: Biases and Challenges*, Proceedings of the 10th International Conference on Accounting & Business 2008, Shanghai East China University of Science & Technology 2008, s. 9.

⁶⁵ Por. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 388.

⁶⁶ Związek anonimowości z brakiem odpowiedzialności komandytariusza został skodyfikowany w dojrzałej formie w Landrechcie pruskim z 1794 r., w którym postanowiono, że wspólnik odpowiada za zobowiązania spółki tylko do wysokości kapitału, jeżeli jego nazwisko nie zostało ujawnione w firmie ani nie występował jako wspólnik w obrocie (część II, tytuł 8, § 652 Landrechtu). W polskim ustawodawstwie zasada ta została wyrażona w art. 104 § 4 k.s.h.

⁶⁷ Por. F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 438–439.

⁶⁸ Zob. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 338–339.

⁶⁹ *Ibidem*, s. 392.

Włochom zawdzięczamy nie tylko innowacje w zakresie spółek handlowych, lecz także w zakresie rachunkowości, która w przyszłych wiekach miała wywrzeć kluczowy wpływ na funkcjonowanie spółek kapitałowych. W 1494 r. w Wenecji opublikowano dzieło *Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalità* pochodzącego z Florencji franciszkanina Luca Pacioli. Była to pierwsza drukowana książka, w której usystematyzowano zasady księgowania w oparciu o regułę podwójnego zapisu⁷⁰. W tym samym roku zawarto traktat z Tordesillas, który podzielił Amerykę pomiędzy Kastylię i Portugalię po jej odkryciu przez innego Włocha, Krzysztofa Kolumba.

Wyprawy morskie odkryły przed Europą nie tylko nowe kontynenty, lecz także nowe szlaki handlowe na Daleki Wschód. Aby uniknąć wysokich kosztów i prowizji za pośrednictwo w transporcie towarów przez Szlak Jedwabny, Lewant i miasta włoskie, a także ze względu na rosnące znaczenie handlu trójkątnego pomiędzy Amerykami, Afryką i Europą, główne szlaki handlowe przesunęły się z Morza Śródziemnego na północ w kierunku Atlantyku. Handel długodystansowy stał się priorytetowy, a przed państwami posiadającymi dostęp do otwartych mórz i oceanów oraz doświadczenie w żegludze i okrętownictwie stały nowe perspektywy rozwoju gospodarczego. Dlatego też szczególna rola przypadła tutaj Anglii i Niderlandom. Iberyjskie imperium Habsburgów było wówczas największą potęgą europejską, co oznaczało także największe kłopoty. W trakcie wojny osiemdziesięcioletniej z Niderlandami (1568–1648) doszło do podważenia dotychczas niekwestionowanej potęgi hiszpańskiej Wielkiej Armady w bitwie morskiej przeciwko połączonej flocie anglo-niderlandzkiej (1588). Otworzyło to drogę do faktycznej intensyfikacji działań imperialistycznych wschodzącym mocarstwom, mimo postanowień traktatów z Tordesillas (1494) i Saragossy (1529), które podzieliły wcześniej świat pomiędzy państwa iberyjskie. Początek tworzenia nowych imperiów handlowo-kolonizacyjnych w XVII w. był jednocześnie początkiem nowoczesnego prawa spółek.

Można powiedzieć, że istniały trzy modele imperialistyczne. W Hiszpanii i Portugalii działalność była prowadzona głównie w sposób publiczny przez monarchę⁷¹. Francja przyjęła model hybrydowy, w ramach którego tworzone kompanie handlowe, w które znaczną część kapitału angażował król wraz ze swą żoną⁷². Dlatego też kompanie francuskie były kontrolowane przez władze publiczne i zarządzane głównie przez urzędników, a nie kupców, i ostatecznie nie odniosły sukcesu komercyjnego⁷³. Natomiast w Anglii i Niderlandach zakładano kompanie handlowe, które emitowały akcje na rzecz kupców i były przez nich zarządzane. Choć

⁷⁰ L. Lauwers, M. Willekens: *Five Hundred Years of Bookkeeping: A Portrait of Luca Pacioli*, Tijdschrift voor Economie en Management 1994, nr 3 (39), s. 290.

⁷¹ Zob. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 341–345.

⁷² *Ibidem*, s. 345–351.

⁷³ F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 451. Szczegółowo historię jednej z francuskich kompanii omawia R. Dibadj: *Compagnie des Indes: Governance and Bailout (w:) Origins...*, *op. cit.*, s. 169–186.

było ich wiele, z perspektywy czasu można powiedzieć, że najistotniejsze okazały się dwie kompanie wschodnioindyjskie: angielska, utworzona w 1600 r. (Company of Merchants of London, Trading into the East-Indies), i niderlandzka, utworzona w 1602 r. (Vereenigde Oostindische Compagnie, VOC). Poza dobrze znaną rolę historyczną odegraną przez te kompanie, miały one również ważny wpływ na sytuacje wewnątrz swych krajów. W przypadku Niderlandów wspólna kompania zjednoczyła zwaśnione gildie i grupy kupieckie wokół tych samych celów finansowych i militarnych⁷⁴, zaś w Anglii doprowadziła do reorientacji handlu z północą Europy, zdominowanego przez potężną gildię Company of Merchant Adventurers of London, w kierunku ekspansji na Dalekim Wschodzie⁷⁵.

Kompanie handlowe miały dwie podstawowe formy⁷⁶. Pierwsza forma nawiązywała do tradycyjnej organizacji opartej na regulacjach dotyczących gildii. Do tej klasy należała Company of Merchant Adventurers of London. Druga forma była oparta na koncepcji kapitału akcyjnego (ang. *joint stock*), który stanowił pierwowzór współczesnego kapitału zakładowego. Do tej klasy należały obie kompanie wschodnioindyjskie. Trzeba zaznaczyć, że forma organizacyjna poszczególnych kompanii podlegała w różnych czasach zmianom, ponieważ kompanie posiadające kapitał akcyjny niekiedy przekształcały się w model tradycyjny⁷⁷. Na potrzeby niniejszych badań kluczowe jest prześledzenie rozwoju tych kompanii, które były zorganizowane na zasadzie kapitału akcyjnego w sposób trwały.

⁷⁴ Por. J. de Vries, A. van der Woude: *The First Modern Economy: Success, failure, and perseverance of the Dutch economy, 1500–1815*, Cambridge 2010, s. 384; E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 356–365, oraz J. Robertson, W. Funnell: *The Dutch East-India Company and accounting for social capital at the dawn of modern capitalism 1602–1623*, *Accounting, Organizations and Society* 2012, nr 37, s. 349. Niderlandy prowadziły wówczas wyniszczającą wojnę z iberyjskim imperium Habsburgów. VOC była uprawniona m.in. do zawierania traktatów z władcami azjatyckimi, budowania fortyfikacji, utrzymywania prywatnego wojska oraz sprawowania wymiaru sprawiedliwości na podbijanych terytoriach. Pozwoliło to skutecznie rywalizować tej kompanii z hiszpańskimi i portugalskimi flotami i koloniami.

⁷⁵ R. Brenner: *Merchants and Revolution: Commercial Change, Political Conflict, and London's Overseas Traders, 1550–1653*, London 2003, s. 3–4. Jednocześnie zawiązanie VOC było prawdopodobnie pierwszą w historii ofertą publiczną (ang. *initial public offering*, IPO) zbliżoną do współczesnej praktyki, ponieważ akcje tej spółki od początku były przedmiotem obrotu na giełdzie papierów wartościowych w Amsterdamie. Pierwszą subskrypcję objęło ponad 1800 inwestorów — zob. J. de Vries, A. van der Woude: *The First Modern Economy...*, *op. cit.*, s. 385. Jak podają J. Robertson, W. Funnell: *The Dutch East-India Company...*, *op. cit.*, s. 350, był to skutek bezprecedensowych postanowień aktu założycielskiego, który stanowił, że każdy mieszkaniec Niderlandów ma mieć prawo do złożenia zapisu, zaś na wypadek nadsubskrypcji przewidziano mechanizm redukcji zapisów złożonych przez największych inwestorów. Jeszcze przed końcem XVII w. J. Joseph de la Vega, Sefardyjczyk portugalskiego pochodzenia mieszkający w Amsterdamie, napisał najstarszą znaną książkę na temat giełd papierów wartościowych, *Confusion de Confusiones* (1688), w której opisał konstrukcje finansowe wykorzystywane do dziś, takie jak parytet put-call, krótka sprzedaż (hol. *windhandel*) czy instrumenty pochodne, takie jak akcje syntetyczne (dukatonowe) VOC, opcje lub kontrakty terminowe (forward). Pod koniec XVII w. na rynkach Londynu handlowano na szeroką skalę akcjami kompanii handlowych i Banku Anglii — zob. F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 106–107 i 450. Rozwój spółek kapitałowych wiąże się więc ściśle z rozwojem rynków kapitałowych.

⁷⁶ Szerzej zob. J. Child: *A New Discourse of Trade*, Glasgow 1751, s. 77–84.

⁷⁷ E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 375–376. Brak ścisłego odróżnienia obu rodzajów kompanii zmusił wręcz prawodawcę angielskiego do uchwalenia w 1662 r. ustawy (13 & 14 Charles II c. 24), która wprost wskazała, że akcjonariusze spółki akcyjnej nie są *ipso facto* kupcami, a zatem nie podlegają prawu upadłościowemu.

Początkowo kompanie te gromadziły od inwestorów oddzielne kapitały akcyjne na każdą wyprawę lub serię wypraw⁷⁸. Po zakończeniu wyprawy wkłady były zwracane inwestorom wraz z zyskami, stąd brak było potrzeby odróżniania tych dwóch źródeł funduszy (wkładów i zysków). W tym względzie wyjątkiem była VOC, która od chwili założenia zakładała zaangażowanie kapitału na okres dziesięcioletni, a nie na konkretną wyprawę. Wielkiego sukcesu komercyjnego tej kompanii upatruje się właśnie między innymi w długoterminowym podejściu do finansowania udziałowego⁷⁹. Po upływie pierwszego okresu zaangażowania kapitału w 1612 r., VOC przedłużyła okres zaangażowania na kolejne 10 lat, a ostateczne potwierdzenie trwałości kapitału akcyjnego nastąpiło w 1647 r.⁸⁰ Angielska kompania wschodnioindyjska wykonała analogiczny ruch w 1657 r.⁸¹

Wraz z wprowadzeniem stałego kapitału akcyjnego powstała konieczność oddzielenia kapitału spółki od jej zysków. Rozróżnienie to stanowiło genezę współczesnych regulacji dotyczących wypłat *causa societatis*⁸². O nowoczesnej formie spółki kapitałowej stanowi więc nie tylko ograniczona odpowiedzialność wspólników, lecz także dwie dodatkowe okoliczności: istnienie spółki niezależnie od wyniku konkretnego przedsięwzięcia lub losów poszczególnych wspólników⁸³ oraz trwałość kapitału, którym wspólnicy nie mogą swobodnie dysponować⁸⁴.

Początkowo regulacje dotyczące wypłat na rzecz wspólników miały swe źródło wyłącznie w aktach założycielskich (ustawach lub koncesjach królewskich) albo w dokumentach organizacyjnych (statutach) spółek i były one niejednolite. Niekiedy dywidendy wypłacano z zysku, a innymi razy był to po prostu pewien procent od kwoty zainwestowanego kapitału wypłacany niezależnie od zysku (renta)⁸⁵. Należy podkreślić, że to nie ochrona wierzycieli przyświecała wprowadzaniu ograniczeń w wypłatach *causa societatis* — ich celem było zapewnienie, by spółka dysponowała wystarczającym kapitałem do kontynuowania swej działalności. Mimo wprowadzenia stałego kapitału akcyjnego, przez długi czas istniała bowiem możliwość wycofania kapitału przez inwestorów we wskazanych cyklach sprawozdawczych⁸⁶. Nie jest to miejsce na przytaczanie różnych postanowień dotyczących ograniczeń w wypłatach korporacyjnych⁸⁷,

⁷⁸ Por. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 399.

⁷⁹ Szerzej zob. A. von Nordenflych: *The Great Expropriation: Interpreting the Innovation of "Permanent Capital" at the Dutch East India Company* (w:) *Origins...*, *op. cit.*, s. 80–98.

⁸⁰ J. Robertson, W. Funnell: *The Dutch East-India Company...*, *op. cit.*, s. 351.

⁸¹ *Ibidem*, s. 347.

⁸² Tak D. Kehl: *The Origin and Early Development of American Dividend Law*, *Harvard Law Review* 1939, nr 1 (53), s. 38 w odniesieniu do dywidendy.

⁸³ Por. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 335–337, oraz W. Mitchell: *An Essay...*, *op. cit.*, s. 138.

⁸⁴ Por. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 368–372.

⁸⁵ C. Malberti: *Shareholders' Rights...*, *op. cit.*, s. 156, podaje przykłady spółek włoskich, które wypłacały dywidendy w formie renty. Francuska Compagnie des Indes również wypłacała stałe dywidendy niezależne od wypracowanego zysku — zob. R. Dibadj: *Compagnie des Indes...*, *op. cit.*, s. 178.

⁸⁶ E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 400.

⁸⁷ Postanowienia te w spółkach anglo-amerykańskich omawia szczegółowo D. Kehl: *The Origin...*, *op. cit.*, s. 38–43.

dlatego ograniczono się do jednego przykładu, który jest nietypowy, ale odegrał istotną rolę historyczną. Jest on nietypowy o tyle, że dotyczy nie kompanii handlowej lub kopalni, lecz banku. W 1694 r. aktem parlamentu utworzono Bank Anglii. W statucie tego banku postanowiono wówczas, że może on wypłacać dywidendy wyłącznie z odsetek, zysku lub pożytków uzyskanych z kapitału założycielskiego⁸⁸. Z perspektywy niniejszych badań kluczowa była ustawa z 1697 r., która wprowadziła zakaz wypłacania przez Bank Anglii dywidend z kapitału bez jednoczesnej proporcjonalnej spłaty wierzycieli pod rygorem odpowiedzialności akcjonariuszy wobec wierzycieli banku⁸⁹. Był to pierwszy anglosaski ustawowy zakaz wypłacania dywidend z kapitału⁹⁰. Ten istotny nurt prawa spółek rozwijał się jednak powoli i trzeba było czekać ponad sto lat na wyraźne ukształtowanie się koncepcji ochrony wierzycieli przed działaniami wspólników.

Wraz z powstaniem nowoczesnej spółki kapitałowej ze stałym kapitałem pojawiły się zupełnie nowe problemy. Okazało się bowiem, że odróżnienie wkładów od zysków jest kwestią niezwykle złożoną⁹¹, której nie dało się rozwiązać technikami księgowości przystosowanymi do spółek osobowych⁹². Rachunkowość europejska dopiero wypracowywała koncepcje związane z systemem podwójnego zapisu rozpropagowanym przez Paciolego⁹³. Bliski związek rachunkowości ze spółkami kapitałowymi jest widoczny na przykładzie Anglii — publikacje dotyczące systemu podwójnego zapisu zaczęły się pojawiać natychmiast po wprowadzeniu stałego kapitału akcyjnego⁹⁴. Francuski *ordonans* handlowy z 1673 r. wprowadził pierwszy obowiązek prawny dotyczący prowadzenia księgowości przez kupców⁹⁵. Rachunkowość rozwijała się jednak powoli, co jest widoczne choćby w *Landrechcie* pruskim z 1794 r., który przewidywał sankcję za niesporządzenie bilansu tylko na wypadek niewypłacalności⁹⁶. Inwestorzy niderlandzkiej kompanii wschodnioindyjskiej (VOC) przez wiele lat jej funkcjonowania nie otrzymywali ani nawet nie oczekiwali od spółki informacji pochodzących ze sprawozdawczości

⁸⁸ *Ibidem*, s. 39.

⁸⁹ *Ibidem*, s. 42.

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ Problemy związane z odróżnieniem wkładów od zysków przez VOC opisuje E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 370–371.

⁹² Por. J. Robertson, W. Funnell: *The Dutch East-India Company...*, *op. cit.*, s. 344 i 352, którzy stwierdzają, że pełny włoski system podwójnego zapisu nie był znany w XVI w. Holendrom z Amsterdamu i kupcom hanzeatyckim, którzy stosowali uproszczone metody podwójnego zapisu.

⁹³ R.U. Fülbier, M. Klein: *Financial accounting and reporting in Germany: A case study on German accounting tradition and experiences with the IFRS adoption*, Bayreuther Arbeitspapiere zu Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern, No. 2013–01, s. 3, podają, że w połowie XIV w. kupcy niemieccy nie stosowali jeszcze systemu podwójnego zapisu w żadnej formie. Na początku XVI w. stosowały go już południowoniemieckie kompanie handlowe. D. Kehl: *The Origin...*, *op. cit.*, s. 40, podaje, że system podwójnego zapisu pojawił się w Anglii po raz pierwszy w 1543 r. wraz z tłumaczeniem pracy Paciolego na język angielski. Wskazuje to, że rozprzestrzenił się on stopniowo z Włoch na północ Europy.

⁹⁴ *Ibidem*.

⁹⁵ R.U. Fülbier, M. Klein: *Financial accounting...*, *op. cit.*, s. 4.

⁹⁶ Część II, tytuł 20, § 1468 *Landrechtu*.

finansowej⁹⁷. Dynamiczny rozwój rachunkowości spółek kapitałowych rozpoczął się dopiero w kolejnej epoce.

Jak już podkreślano, spółki kapitałowe były tworem wyjątkowym, powoływanym do życia przez władze publiczne — czy to przez miasta, czy też przez władców feudalnych — na podstawie przysługującego im *imperium*. Umowy prywatnych przedsiębiorców mogły dążyć co najwyżej do zawiązania spółek osobowych. Stąd nie należy się dziwić, że generalne zasady ochrony wierzycieli spółek kapitałowych we wczesnych czasach nowożytnych nie były jeszcze przedmiotem zainteresowania prawodawców czy jurysprudencji — spółki te miały bowiem charakter quasi-publiczny, a ich wierzyciele działali w zaufaniu do publicznego charakteru tych spółek⁹⁸ oraz znacznego rozmiaru aktywów znajdujących się w ich posiadaniu. Dodatkowym czynnikiem był różny stopień faktycznego ograniczenia odpowiedzialności współników, w przypadku niektórych spółek mogli oni bowiem być zobowiązani do wnoszenia dodatkowych dopłat⁹⁹.

W powyższym stanie rzeczy problemy niewypłacalnych spółek kapitałowych trzeba było rozwiązywać *ad hoc*. Na przełomie XVII i XVIII w. najprężniej spółki kapitałowe rozwijały się w Anglii. W latach 1688–1695, po Chwalebnej Rewolucji, powstało ponad 100 nowych spółek¹⁰⁰. Wiele z nich prowadziło działalność na granicy prawa (czy wręcz bezprawnie), co przyczyniło się do licznych nadużyć¹⁰¹. Ciekawego przykładu dostarcza niewypłacalność dwóch spółek z początku XVIII w.¹⁰² Z braku odpowiednich środków prawnych, parlament Wielkiej Brytanii zmuszony był wydać dwie indywidualne ustawy, aby zaradzić problemom finansowym tych spółek. Ustawa z 1710 r.¹⁰³ dotyczyła spółki górniczej. Na mocy tej ustawy zobowiązano funkcjonariuszy spółki do corocznego przedstawiania rzetelnych informacji finansowych dotyczących spółki, a także upoważniono spółkę do uchwalenia dopłat. Dodatkowo umorzono 1/3 akcji i dokonano konwersji wierzytelności na kapitał zakładowy. Z kolei ustawa z 1711 r.¹⁰⁴ dotyczyła kompanii handlującej w Afryce. Na jej mocy spółka mogła zawrzeć układ wiążący wszystkich wierzycieli, o ile 2/3 wierzycieli wyraziło zgodę. Układ został zawarty i na jego mocy umorzono 90% wartości nominalnej dotychczasowych akcji, a wierzytelności przekonwertowano na akcje. Zanim doszło do konwersji, „starzy” akcjonariusze wnieśli dodatkowe dopłaty w wysokości 50% wartości nominalnej ich akcji po umorzeniu.

⁹⁷ Szerzej zob. J. Robertson, W. Funnell: *The Dutch East-India Company...*, *op. cit.*, s. 342–360. Z uwagi na zdecentralizowaną strukturę organizacyjną VOC spółka ta przez wiele lat nie prowadziła nawet jednolitej księgowości obejmującej wszystkie obszary działalności.

⁹⁸ Np. odpowiedzialność austriackiego miasta Steyr za zobowiązania spółki miejskiej.

⁹⁹ Por. H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise...*, *op. cit.*, s. 1378.

¹⁰⁰ E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 411–412.

¹⁰¹ *Ibidem*, s. 444–446.

¹⁰² Szerzej zob. W.R. Scott: *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, Vol. I, *The general development of the joint-stock system to 1720*, Cambridge 1912, s. 381–382.

¹⁰³ 9 Anne c. 26.

¹⁰⁴ 10 Anne c. 34.

Wysokość tych dopłat odpowiadała z grubsza wysokości dywidend pobranych przez akcjonariuszy za okres ostatnich 10 lat poprzedzających reorganizację.

Przytoczone ustawy są być może pierwszym w historii przykładem dokonania konwersji wierzytelności na akcje, a także efektywnego zobowiązania akcjonariuszy do zwrócenia dywidend pobranych z niewypłacalnej spółki. Jest to przykład o tyle interesujący, że nawet współcześnie w polskim systemie prawnym analogiczny ruch w postaci rewindykacji dywidend od akcjonariuszy byłby niedopuszczalny, o ile w bilansie ujęto wystarczającą kwotę funduszy dywidendowych (art. 350 § 1 zd. 2 k.s.h.).

Należy podkreślić, że powyższe instrumenty ochrony wierzycieli były ustawami szczególnymi, wydanymi ze względu na kompletny brak regulacji prawa spółek. Przykładowo spółka górnicza zrestrukturyzowana ustawą z 1710 r. wyemitowała akcje w liczbie przekraczającej liczbę wskazaną w koncesji królewskiej. Wobec tego mocą ustawy unieważniono te akcje. Nadużycia związane z formą spółki kapitałowej doprowadziły do uchwalenia przez parlament Wielkiej Brytanii ustawy Bubble Act (1719)¹⁰⁵, która w okresie 1720–1825 wprowadziła liczne ograniczenia, w tym zakaz prowadzenia publicznych subskrypcji, emitowania zbywalnych akcji oraz działania lub podawania się za spółkę kapitałową bez odrębnej koncesji królewskiej lub ustawy (§ 18). Działania te zostały zrównane z usiłowaniami narzucenia królowi władzy zwierzchniej papieża (§ 19), zaś w stosunkach prywatnych dawały podstawę do żądania trzykrotnego odszkodowania obok kosztów postępowania sądowego (§ 20). Wydarzenie to w sposób istotny ograniczyło dostęp przedsiębiorców do kapitału publicznego, a także zahamowało rozwój angielskiego, a pośrednio i europejskiego prawa spółek kapitałowych na przeszło sto lat. W XVIII w. do spółek kapitałowych podchodzono podejrzliwie, a poważni przedsiębiorcy trzymali się od nich z daleka¹⁰⁶, z wyjątkiem kilku wielkich spółek giełdowych. Podobnie było we Francji, gdzie określenie *actionnaire* było raczej uznawane za potwarz niż wyraz szacunku¹⁰⁷. W Anglii omijano zakazy wynikające z Bubble Act poprzez tworzenie hybrydowych struktur, w ramach których aktywa były w posiadaniu trustu, natomiast prawo do udziału w zysku z tych aktywów i do wybierania zarządców trustu przysługiwało wspólnikom spółki osobowej¹⁰⁸. Choć spółki tego typu były popularne, z perspektywy niniejszych badań zjawisko to należy jednak potraktować raczej jako ciekawostkę, ponieważ było ono indyferentne dla prawa spółek kapitałowych.

Przed rewolucjami z końca XVIII w. nie doszło więc już do istotnych zmian w prawie spółek kapitałowych. Wypada jednak zaznaczyć, że praktyka kompanii afrykańskich i azjatyckich przyczyniła się do utrwalenia instytucji kapitału zakładowego, głównie z uwagi na inwestycje potrzebne do wybudowania i utrzymania

¹⁰⁵ 6 George I c. 18.

¹⁰⁶ Tak E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 415.

¹⁰⁷ Por. F. Braudel: *Civilization...*, *op. cit.*, s. 441.

¹⁰⁸ Szerzej zob. H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise...*, *op. cit.*, s. 1383–1386.

fortyfikacji militarnych i wojska w podbijanych koloniach¹⁰⁹. W tym czasie zachodziły jednak zmiany innego rodzaju. Jedną z najważniejszych tendencji XVIII w. była sekularyzacja społeczeństw europejskich w wyniku idei oświecenia. Z drugiej strony przez świat protestancki, a zwłaszcza kolonie brytyjskie w Ameryce, przetoczyła się fala ewangelikalizmu nazywana Wielkim Przebudzeniem (ok. 1730–1755). Oba procesy historyczne przyczyniły się do istotnych zmian społecznych. Podczas gdy rozwój koncepcji oświeceniowych doprowadził do stopniowego odchodzenia od religijności i ceremonii kościelnych, Wielkie Przebudzenie spowodowało, że wiele egzotycznych odmian protestantyzmu nabrało wówczas odrębnego, indywidualistycznego rytu. W Ameryce efekt ten był spotęgowany tym, że wielu kolonistów, głównie protestantów, wyemigrowało z Europy ze względu na prześladowania religijne — dotyczyło to na przykład purytan, baptystów czy kwakrów (ang. *quakers*)¹¹⁰. Należy to zestawić ze znaczną odrębnością członków kompanii amerykańskich od członków kompanii azjatyckich i afrykańskich. W skład kompanii amerykańskich wchodził bowiem przede wszystkim „nowi” przedsiębiorcy nie pochodzący z elit kupieckich Londynu czy innych europejskich metropolii¹¹¹.

Odmienne pochodzenie społeczne kolonizatorów połączone z unikalnym rytym religijnym okazało się załączkiem odrębności kulturowej, która miała w przyszłości wywrzeć istotne konsekwencje.

3. OKRES POSTREWOLUCYJNY

3.1. REWOLUCJE I PIERWSZA POŁOWA XIX W.

Okres postrewolucyjny rozpoczyna się wraz z rewolucjami z końca XVIII w., które okazały się przełomem dla prawa spółek. Mowa tu o rewolucjach atlantyckich, a zwłaszcza amerykańskiej (1765–1783) i francuskiej (1789–1799), oraz równolegle zachodzącej rewolucji przemysłowej, pod wpływem której ukształtowała się nowa myśl ekonomiczna. W 1776 r. Adam Smith opublikował swe *magnum opus*: *The Wealth of Nations*, w którym postulował odejście od tradycyjnej organizacji procesów gospodarczych na rzecz ekonomii liberalnej. Koncepcje te znalazły szczególnie podatny grunt w rodzących się Stanach Zjednoczonych¹¹². Podczas gdy przed De-

¹⁰⁹ Szerzej zob. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 405–410. Ustawa Bubble Act w § 6 już wyraźnie stanowiła o wartości nominalnej kapitału zakładowego („share in the capital or nominal stock”).

¹¹⁰ Purytanie skolonizowali m.in. Nową Anglię, a zwłaszcza Boston w Massachusetts. Kwakrem był m.in. William Penn, który wraz z innymi kwakrami skolonizował Pensylwanię.

¹¹¹ Por. R. Brenner: *Merchants and Revolution...*, *op. cit.*, s. 113–195, oraz E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 376–381.

¹¹² Społeczne przyczyny wzrostu liczby inkorporacji omawia J.S. Davis: *Essays in the earlier history of American corporations. Number IV: Eighteenth century business corporations in the United States*, Cambridge 1917, s. 6–8.

klaracją Niepodległości w koloniach amerykańskich zawiązano zaledwie sześć spółek¹¹³, w latach 1789–1800 liczba ta wyniosła ponad 300¹¹⁴, co oznaczało historycznie bezprecedensową ekspansję formy spółki kapitałowej¹¹⁵. Z kolei w Europie w ramach kodyfikacji Napoleona (fr. *les cinq codes*) w 1807 r. wprowadzono kodeks handlowy (fr. *Code de commerce*), który stanowił punkt odniesienia dla ustawodawstw wielu innych krajów. Przewidywał on możliwość zakładania, za zgodą państwa, spółek akcyjnych (art. 19), których akcjonariusze odpowiadali wyłącznie wkładami (art. 33).

Spośród wszystkich powyższych okoliczności za czynnik kluczowy dla rozwoju spółek kapitałowych należy uznać narodziny nowoczesnego przemysłu. Jest on bowiem dużo bardziej kapitałochłonny niż tradycyjne gałęzie gospodarki, a w porównaniu z handlem wymaga znacznie więcej środków trwałych niż obrotowych¹¹⁶. W wielu państwach rozwój przemysłu stanowił podstawowy impuls ustawodawczy. Jest to widoczne zwłaszcza na przykładzie Prus, gdzie pierwsza ustawa dotycząca spółek kapitałowych miała charakter sektorowy (przedsiębiorstwa kolejowe) i została uchwalona w 1838 r. w związku z rozwojem sieci kolei parowych¹¹⁷.

W pierwszej połowie XIX w. wiodąca rola w wypracowywaniu zasad ochrony wierzycieli spółek przypadła jednak amerykańskiemu systemowi prawnemu. Próbuąc wskazać przyczyny tego stanu rzeczy, obok kwestii opisanych powyżej niewątpliwie należałoby wymienić co najmniej trzy okoliczności. Po pierwsze, skostniały system koncesjonowania spółek europejskich¹¹⁸. W USA, ponieważ prawo spółek zostało uznane za kompetencję stanową, a nie federalną¹¹⁹, władze stanowe konkurowały ze sobą w tym zakresie¹²⁰, co doprowadziło do liberalnego podejścia do udzielania pozwoleń na zakładanie spółek kapitałowych¹²¹, a także do szybkiego wprowadzenia systemu normatywnego zamiast koncesyjnego¹²². W Europie przez długi czas dalej dominowała tradycyjna forma spółki komandytowej, a zgody na zakładanie spółek kapitałowych były wydawane stosunkowo rzadko. Dodatkowo omijano obowiązki związane z zawiązywaniem spółek kapitałowych poprzez wy-

¹¹³ A.J. Youngblood: *Trust Fund...*, *op. cit.*, s. 110.

¹¹⁴ *Ibidem*, s. 45.

¹¹⁵ J.S. Davis: *Essays...*, *op. cit.*, s. 8.

¹¹⁶ Por. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 388. Ustawy sektorowe były uchwalane także w innych państwach, np. w USA liczne były ustawy mające zastosowanie do spółek produkcyjnych (*manufacturing companies*).

¹¹⁷ Zob. P. Muchlinski: *The Development...*, *op. cit.*, s. 346.

¹¹⁸ N. Reich: *Die Entwicklung des deutschen Aktienrechtes im neunzehnten Jahrhundert*, Ius Commune 1969, nr II, s. 245–247, podaje problemy związane z koncesjonowaniem i funkcjonowaniem spółek niemieckich.

¹¹⁹ Szerzej zob. J.S. Davis: *Essays...*, *op. cit.*, s. 8–16.

¹²⁰ Szerzej zob. F. Tung: *Before Competition: Origins of the Internal Affairs Doctrine*, *The Journal of Corporation Law* 2006, nr 1 (32), s. 44–46.

¹²¹ Por. E. Hilt: *Corporation Law and the Shift toward Open Access in the Antebellum United States*, NBER Working Paper No. 21195, maj 2015, s. 14.

¹²² Pierwsza ustawa przewidująca system normatywny została uchwalona już w 1795 r. przez władze Północnej Karoliny — K.H. Dickinson: *Partners in a corporate cloak: the emergence and legitimacy of the incorporated partnership*, *The American University Law Review* 1984, nr 3 (33), s. 572, przyp. 73.

korzystywanie nowej formy spółek komandytowo-akcyjnych¹²³. Po drugie, USA po ogłoszeniu niepodległości przestały podlegać Bubble Act, co natychmiast uwolniło formę spółki kapitałowej spod ścisłej regulacji. Po trzecie, nie bez wpływu pozostało rozpętanie wojen napoleońskich, które co najmniej do połowy drugiej dekady XIX w. zaangażowały społeczeństwa europejskie do działań militarnych, a nie komercyjnych. Zakończenie tych wojen skutkowało odruchem reakcjonistycznym, który zacementował struktury feudalne w Europie jeszcze na kilka dekad. Wszystko to skutkowało bezprecedensową falą emigracji: populacja USA w okresie 1810–1910 wzrosła z 7,2 mln do 92,2 mln¹²⁴, z czego około 30 mln stanowili emigranci z Europy¹²⁵. Był to podstawowy impuls rozwoju gospodarczego, w ślad za którym podążyło prawo spółek.

Z uwagi na uznanie prawa spółek za kompetencję stanową, poszczególne rozwiązania nie były jednolite w różnych stanach¹²⁶, nawet w tak fundamentalnych kwestiach, jak zakres odpowiedzialności wspólników¹²⁷. Niemniej można wyróżnić stany wiodące, których rozwiązania kopiowano w wielu innych jurysdykcjach¹²⁸. Należy przy tym ograniczyć się do tych aktów prawnych, które dotyczyły bezpośrednio zasad ochrony wierzycieli, ponieważ amerykańskie prawo spółek w pierwszej połowie XIX w. rozwijało się bardzo dynamicznie¹²⁹. Do 1860 r. 27 z 32 wówczas istniejących stanów wprowadziło już normatywny system rejestracji spółek kapitałowych¹³⁰.

Prawdopodobnie pierwszy akt normatywny zawierający generalne ograniczenia w zakresie wypłaty dywidendy został uchwalony przez władze stanowe Nowego Jorku w 1807 r. Z kolei w 1825 r. w stanie tym uchwalono ustawę chroniącą wierzycieli spółek. Dla niniejszych badań za istotną okoliczność należy uznać cel tej ustawy, którym było zapobieganie zjawisku pładrowania spółek¹³¹. Aktem tym zakazano wypłacania dywidend z kapitału spółki oraz zwracania wkładów w inny sposób, w tym poprzez obniżenie kapitału bez zgody władz stanowych. Natomiast w 1830 r. władze Massachusetts wprowadziły ustawowy zakaz wypłacania dywidendy, jeżeli spółka jest niewypłacalna lub stała się niewypłacalna w wyniku tej wypłaty¹³².

¹²³ W odniesieniu do Prus por. N. Reich: *Die Entwicklung...*, *op. cit.*, s. 255.

¹²⁴ U.S. Census Bureau: *2000 Census of Population and Housing, Population and Housing Unit Counts*, PHC-3-1, United States Summary, Washington 2004, s. 2.

¹²⁵ M. Jones: *American Immigration*, Chicago 1992, s. 79.

¹²⁶ Szerzej zob. E. Hilt: *Corporation...*, *op. cit.*, s. 20–26.

¹²⁷ Por. K.H. Dickinson: *Partners...*, *op. cit.*, s. 572–573, oraz S.E. Howard: *Stockholders' Liability Under the New York Act of March 22, 1811*, *Journal of Political Economy* 1938, nr 4 (46), s. 499–514 w odniesieniu do Nowego Jorku.

¹²⁸ D. Kehl: *The Origin...*, *op. cit.*, s. 61–65.

¹²⁹ Szerzej na temat rozwoju amerykańskiego prawa spółek w tym okresie zob. J.S. Davis: *Essays...*, *op. cit.*, s. 16–33; A.A. Berle, Jr., G.C. Means: *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1936, s. 130–138; D. Kehl: *The Origin...*, *op. cit.*, s. 55–65, oraz K. H. Dickinson: *Partners...*, *op. cit.*, s. 571–574.

¹³⁰ E. Hilt: *Corporation...*, *op. cit.*, s. 11.

¹³¹ Ustawa nosiła wiele mówiącą nazwę „An Act to prevent fraudulent Bankruptcies by Incorporated Companies (...)” — N.Y. Laws of 1825, chap. 325.

¹³² D. Kehl: *The Origin...*, *op. cit.*, s. 59.

Powyższe rozwiązania ustawodawstw Nowego Jorku i Massachusetts można uznać za przykłady przedstawiające dwa podstawowe modele ochrony wierzycieli na gruncie prawa spółek. Pierwszy model, przyjęty przez Nowy Jork, odpowiada istniejącej obecnie w prawie europejskim zasadzie utrzymania kapitału (art. 56 ust. 1 dyrektywy prawa spółek oraz art. 344 § 1¹³³ i art. 189 k.s.h.). Drugi model, przyjęty przez Massachusetts, jest pierwowzorem obecnie rozpowszechnionych w prawie amerykańskim testów wypłacalności¹³⁴.

Inne instrumenty ochronne w ustawodawstwach różnych stanów obejmowały przede wszystkim minimalną wartość kapitału zakładowego oraz maksymalne granice dopuszczalnego zadłużenia¹³⁵. Górna granica zadłużenia była z reguły określana jako jedno- lub wielokrotność kapitału zakładowego. Przykładowo przytaczana powyżej ustawa Nowego Jorku z 1825 r. ustanowiła granicę w wysokości trzykrotności kapitału zakładowego¹³⁶.

Nie mniej istotny był rozwój orzecznictwa. W 1824 r. sąd federalny II instancji wydał orzeczenie w sprawie *Wood v. Dummer*¹³⁷. W orzeczeniu tym sformułowano doktrynę funduszy powierniczych (ang. *trust fund doctrine*), zgodnie z którą kapitał spółki stanowi majątek, którego beneficjentami są wierzyciele spółki. Akcjonariusze są uprawnieni jedynie do otrzymania *residuum* pozostałego po spłaceniu całości zadłużenia spółki. W konsekwencji sąd uznał dopuszczalność rewindykacji od akcjonariuszy dywidend pobranych z kapitału spółki. Doktryna miała swoje źródło nie w ścisłym prawie (ang. *common law*), lecz w zasadach słuszności (ang. *equity law*) — do spółki nie miał bowiem zastosowania *explicite* żaden zakaz zwrotu wkładów, gdyż została ona założona na podstawie odrębnej koncesji, a nie ustawy. Z perspektywy czasu można powiedzieć, że orzeczenie to zrewolucjonizowało amerykańskie prawo spółek, co stanie się widoczne w drugiej połowie XIX w.

W Europie przez długi czas brak było sprecyzowanych zasad ochrony wierzycieli. Przykładowo w literaturze niemieckiej pierwszego kroku mającego na celu wprowadzenie prawnej ochrony wierzycieli spółek upatruje się w uchwaleniu przepisów o rachunkowości *Landrechtu* pruskiego¹³⁸. Tymczasem uchwalenie francuskiego kodeksu handlowego z 1807 r. wraz z podbojami Napoleona doprowadziło do rozpowszechnienia się formy spółki akcyjnej w Europie kontynentalnej. Regulacje spółki

¹³³ Jak stwierdza A. Opalski, art. 344 § 1 k.s.h. jest „przepisem ustrojowym, fundamentem struktury majątkowej spółki akcyjnej, determinującym sens instytucji kapitału zakładowego” — A. Opalski: *Umorzenie akcji spółki publicznej — zagadnienia wybrane*, Monitor Prawa Handlowego 2011, nr 2, s. 16.

¹³⁴ Szerzej testy wypłacalności omawia A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, *op. cit.*, s. 447–449 i 454–455.

¹³⁵ E. Hilt: *Corporation...*, *op. cit.*, s. 21–22.

¹³⁶ Ustawa dodatkowo zakazywała przenoszenia składników majątku spółki na wspólników (w tym w ramach spłaty długu), gdy spółka nie spłacała długów (§ 6) oraz wprowadzała ułatwienia proceduralne dla wierzycieli przy dochodzeniu praw na drodze sądowej (§ 4–5).

¹³⁷ 30 F.Cas. 435 (no. 17.944) (1st Cir. 1824).

¹³⁸ E. Heidhues, C. Patel: *Convergence...*, *op. cit.*, s. 9–10.

akcyjnej zawierały się jednak jedynie w 10 artykułach¹³⁹ i pomijały kwestie finansów korporacyjnych oraz zasad ochrony wierzycieli, pozostawiając to praktyce koncesyjnej państwa lub statutom spółek¹⁴⁰. W konsekwencji regulacja spółki akcyjnej w innych państwach również traktowała te kwestie incydentalnie. Z wyjątkiem państw, w których kodeks francuski był prawem wiążącym, pierwsza recepcja spółki akcyjnej nastąpiła w holenderskim kodeksie handlowym z 1838 r.¹⁴¹ W zakresie zasad ochrony kapitału spółki kodeks holenderski wprowadził zakaz wypłacania stałych rent, ograniczając dywidendy do wysokości przychodów pomniejszonych o koszty (art. 49). Drugim rozwiązaniem był obowiązek publicznego ogłoszenia, gdy straty kapitałowe spółki osiągnęły 50% kapitału zakładowego, oraz rozwiązanie spółki z mocy prawa, gdy wartość ta osiągnęła 75% (art. 47). Pruska ustawa z 1843 r. nie przewidywała specjalnych mechanizmów ochrony wierzycieli poza powieleniem rozwiązań kodeksu holenderskiego¹⁴². Przepisy dotyczące ochrony wierzycieli nie były zatem przedmiotem szczególnego zainteresowania. Podstawowym problemem angażującym osoby zajmujące się prawem spółek było wprowadzenie systemu normatywnego¹⁴³. Niemniej powyższe wydarzenia są istotne o tyle, że przygotowały grunt pod późniejsze prawodawstwo, a także wprowadziły spółki kapitałowe do szerszej świadomości jurysprudencji¹⁴⁴.

W pierwszej połowie XIX w. w awangardzie europejskiej znajdowało się Zjednoczone Królestwo. Po uchyleniu Bubble Act w 1825 r. przystąpiono do liberalizacji prawa spółek, co skutkowało uchwaleniem pierwszej brytyjskiej ustawy o spółkach kapitałowych w 1844 r. Oprócz wyraźnego ograniczenia dywidend do zysku, akt ten przewidywał zakaz obniżania kapitału zakładowego bez spłacenia wszystkich sprzeciwiających się wierzycieli (postępowanie konwokacyjne) oraz zakaz nabywania akcji własnych bez jednoczesnej emisji nowych akcji o takiej samej wartości¹⁴⁵. Postępowanie konwokacyjne było następnie kopiowane w ustawodawstwach innych państw europejskich. Zastąpiono również koncesyjny system tworzenia spółek kapitałowych systemem normatywnym. Spółki nie były jednak początkowo zakładane w dużej liczbie, ponieważ ustawa nie przewidywała ograniczonej odpowiedzialności wspólników. Rok 1844 jest istotny również z tego względu, że parlament brytyjski uchwalił wtedy ustawę przewidującą możliwość ogłaszania upadłości spółek kapitałowych¹⁴⁶.

¹³⁹ N. Reich: *Die Entwicklung...*, *op. cit.*, s. 241, twierdzi, że regulacje te były „pobieżne i niekompletne” (niem. *kursorisch und unvollständig*).

¹⁴⁰ *Ibidem*, s. 242, oraz J. Rochat: *The various uses of law: The société anonyme in France, 1807–1867*, referat przygotowany na VIII konferencję European Historical Economics Society, która odbyła się w Genewie 3–6 września 2009 r., s. 6, przyp. 21, gdzie autor cytuje okólnik rządowy z 1819 r., który przy wydawaniu koncesji nakazywał ocenić, czy kapitał spółki istnieje i jest „rzeczywisty” (fr. *réalité*).

¹⁴¹ N. Reich: *Die Entwicklung...*, *op. cit.*, s. 242–243.

¹⁴² *Ibidem*, s. 251–252.

¹⁴³ *Ibidem*, s. 259–261, gdzie autor opisuje dyskusje podczas konferencji norymberskiej poświęconej kodyfikacji prawa spółek.

¹⁴⁴ *Ibidem*, s. 247–248 i 255–256, gdzie autor prezentuje rozwój niemieckiej literatury prawniczej.

¹⁴⁵ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise...*, *op. cit.*, s. 1387.

¹⁴⁶ 7 & 8 Victoria c. 111.

3.2. DRUGA POŁOWA XIX W.

Wydarzenia drugiej połowy XIX w. stanowiły silny impuls rozwoju prawa spółek. Wiosna Ludów (1848–1849) nie tylko doprowadziła do uwłaszczenia chłopów, które położyło kres feudalizmowi w wielu państwach Europy kontynentalnej, ale przyczyniła się również do wzrostu tendencji liberalnych w społeczeństwach. Zarazem wzmogło to ruchy nacjonalistyczne, które zunifikowały Niemcy i Włochy, tworząc zapotrzebowanie na nowe prawodawstwo, które miało zastąpić partykularne systemy prawne. Dodatkowo rozpoczęła się druga rewolucja przemysłowa między innymi wskutek wynalezienia w latach pięćdziesiątych nowych metod na tanią produkcję stali, co znów zwiększyło popyt przemysłu na kapitał.

W drugiej połowie XIX w. doszło do istotnej liberalizacji prawa spółek. Państwa przechodzące przez proces industrializacji powszechnie odchodziły od systemu koncesyjnego na rzecz normatywnego. Francja wprowadziła system normatywny w 1867 r., a Niemcy w 1870 r.¹⁴⁷ W Zjednoczonym Królestwie wprowadzono ograniczoną odpowiedzialność wspólników w 1855 r. oraz uchwalono fundamentalne ustawy w latach 1862 i 1867. USA kontynuowały uchwalanie stanowych ustaw korporacyjnych, choć w latach 1861–1865 trwała tam wojna domowa. Wprowadzenie uniwersalnego prawa założenia spółki z ograniczoną odpowiedzialnością na czas nieoznaczony w literaturze nazwano rewolucją prawną¹⁴⁸. Liberalizacja prawa w krótkim czasie doprowadziła do znacznego wzrostu liczby rejestracji spółek kapitałowych¹⁴⁹. Obok prawa spółek rozwijała się również rachunkowość¹⁵⁰ oraz prawo upadłościowe¹⁵¹.

¹⁴⁷ K. Pistor, Y. Keinan, J. Kleinheisterkamp, M.D. West: *The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 2002, nr 4 (23), s. 809–810.

¹⁴⁸ J.R. Commons: *Value in Law and Economics (w:) Law: A century of progress, 1835–1935. Contributions in celebration of the 100th anniversary of the founding of the School of law of New York University*, Vol. 2, *Public Law and Jurisprudence*, ed. A. Reppy, New York 1937, s. 335–336.

¹⁴⁹ G. Todd: *Some Aspects of Joint Stock Companies*, The Economic History Review 1932, nr 1 (4), s. 62–63, podaje dane dotyczące rejestracji spółek brytyjskich. Dane dotyczące historycznej liczby niemieckich spółek akcyjnych podaje C. Fohlin: *The History of Corporate Ownership and Control in Germany (w:) A History of Corporate Governance around the World*, ed. R.K. Morck, Chicago 2007, s. 226.

¹⁵⁰ Rozwój rachunkowości przebiegał nierównomiernie. We Francji przez większość XIX w. spółki ustalały dywidendy w oparciu o przepływy, natomiast techniki stosowane w odniesieniu do danych bilansowych cechowały się znaczną rozbieżnością — zob. Y. Lemarchand: *The dark side of the result: self-financing and accounting choices within nineteenth-century French industry (w:) Accounting in France/La comptabilité en France: Historical Essays/Etudes Historiques*, eds. Y. Lemarchand, R.H. Parker, Abingdon 2014, s. 127–149. W dziewiętnastowiecznej Anglii kwestie związane z bilansem były regulowane statutowo, a nie ustawowo, zaś seria rozstrzygnięć sądowych pozwoliła spółkom polegać w większej mierze na przepływach niż na bilansie — szerzej zob. D. Arden, M. Aiken: *An Accounting History of Capital Maintenance: Legal Precedents for Managerial Autonomy in the United Kingdom*, Accounting Historians Journal 2005, nr 1 (32), s. 23–60.

¹⁵¹ Przykładowo w okresie tym wprowadzono możliwość zawarcia układu z wierzycielami w USA i w UK. W USA prawo upadłościowe dotyczące spółek kapitałowych rozwinęło się jednak istotnie dopiero po uchwaleniu ustawy z 1898 r., wcześniej trzykrotnie uchwalano i uchylano ustawy upadłościowe. Szerzej zob. V. Countryman: *A History of American Bankruptcy Law*, Commercial Law Journal 1976, nr 6 (81), s. 228–231. W XIX w. amerykańskie prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne rozwijało się głównie na drodze precedensu sądowego w ramach

Mimo tych wszystkich wydarzeń, przepisy ustawowe dotyczące ochrony wierzycieli początkowo nie uległy istotnej zmianie. Można to wiązać częściowo z tym, że na początku drugiej połowy XIX w. koncepcja ograniczonej odpowiedzialności nie była jeszcze powszechnie akceptowana w europejskich kregach biznesowych¹⁵². Dlatego też w praktyce starano się zwiększać zakres odpowiedzialności wspólników. Choć z dzisiejszej perspektywy jest to rzecz zupełnie standardowa, to pełne pokrycie kapitału zakładowego w XIX w. było wyjątkiem, a nie regułą¹⁵³. Niepokryta część kapitału stanowiła wówczas rezerwę na ewentualne zobowiązania, ponieważ akcjonariusze byli dłużnikami spółki (art. 329 § 1 k.s.h.), a więc pośrednio także i jej wierzycieli na wypadek jej niewypłacalności. Rezerwa ta służyła zwiększeniu zdolności kredytowej spółki, a niekiedy była nawet wykorzystywana jako zabezpieczenie rzeczowe dla wierzycieli finansowych spółki. Dotyczyło to również akcji będących przedmiotem obrotu giełdowego¹⁵⁴, co powodowało, że odpowiedzialność akcjonariuszy nie była ograniczona do kwoty zainwestowanej w nabycie akcji.

Liberalizacja prawa spółek oznaczała odejście od kilkusetletniej tradycji tworzenia spółek do celów publicznych lub quasi-publicznych. Nowym trendem stało się zakładanie spółek kapitałowych przez zupełnie prywatnych przedsiębiorców, którzy wcześniej korzystali z formy spółki osobowej¹⁵⁵. Tymczasem prawo spółek kapitałowych wraz z koncepcją ograniczonej odpowiedzialności wspólników było tworzone z myślą o spółkach publicznych, a nie prywatnych¹⁵⁶. Nadużycia oraz kryzysy giełdowe i gospodarcze wkrótce poddały nowe ustawodawstwa praktycznym

postępowań zwanych *equity receivership* — szerzej zob. C.J. Tabb: *The History of Bankruptcy Laws in the United States*, American Bankruptcy Institute Law Review 1995, nr 5 (3), s. 21–23.

¹⁵² Por. J.B. Jefferys: *The Denomination and Character of Shares, 1855–1885*, *The Economic History Review* 1946, nr 1 (16), s. 45: „the concept of limited liability had still to win acceptance in commercial and industrial circles”.

¹⁵³ Szerzej z perspektywy Zjednoczonego Królestwa zob. J.B. Jefferys: *The Denomination...*, *op. cit.*, s. 45–55. G.G. Acheson, J.D. Turner, Q. Ye: *The character and denomination of shares in the Victorian equity market*, *The Economic History Review* 2012, nr 3 (65), s. 863, w przyp. 7 podają literaturę opisującą problem w Niemczech, Francji, Hiszpanii, Włoszech, Kanadzie oraz Japonii. Niekiedy utrzymywanie rezerwy niepokrytego kapitału zakładowego było wprost wymagane przez ustawy, np. w brytyjskim sektorze bankowym.

¹⁵⁴ W Niemczech obowiązek pełnego pokrycia akcji pozostających w obrocie giełdowym wprowadzono dopiero ustawą z 1896 r. — zob. C. Fohlin: *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge 2007, s. 231.

¹⁵⁵ Szerzej zob. R. Harris: *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862–1907*, *Oxford Journal of Legal Studies* 2013, nr 2 (33), s. 339–378, oraz K. O’Gorman: *Remembering the Concept of the Corporation*, referat wygłoszony podczas Stanford/Yale Junior Faculty Forum, 29 maja 2009 r., s. 1–71.

¹⁵⁶ Jak wskazuje Ł. Franczak: *Teoria spółki akcyjnej — charakter i znaczenie prawa akcyjnego dla ustroju spółki i praw akcjonariuszy*, niepublikowana rozprawa doktorska, marzec 2015, s. 83, ustrój organizacyjny spółek akcyjnych był w doktrynie dziewiętnastowiecznej traktowany jako materia bardziej prawa publicznego niż prywatnego. Pierwotnie publiczny, a nie prywatny charakter spółek kapitałowych wymaga szczególnego podkreślenia wobec toczących się debat dotyczących interesu spółki, grupy spółek itp. Przykładowo M. Romanowski, krytykując koncepcję autonomicznego interesu spółki, stwierdza, że: „Istota problemu wynika z nierozpoznania faktu, że spółka to prywatnoprawna organizacja wspólników” (M. Romanowski: *W sprawie przyszłości europejskiego prawa spółek*, *Studia Prawa Prywatnego* 2011, nr 2, s. 21). Reperkusje nagłego oderwania spółek kapitałowych od celów publicznych wybrzmiewają do dziś.

testom¹⁵⁷. Reakcja w różnych krajach na ujawnione nadużycia nie była jednolita. Jest to zwłaszcza widoczne w obrębie zasad ochrony wierzycieli, które wcale nie były głównym przedmiotem zainteresowania, ponieważ ofiarami oszustw częściej padali akcjonariusze. Prawdopodobnie z tych względów w literaturze podnosi się, że przekonanie o potrzebie ochrony wierzycieli spółek kapitałowych ukształtowało się w europejskiej tradycji prawnej dopiero w drugiej połowie XIX w.¹⁵⁸

Istotnym wydarzeniem była panika roku 1866. Wówczas wspólnicy zrozumieli zagrożenia wiążące się z nabywaniem akcji nie w pełni opłaconych. Był to początek tendencji odchodzenia od posiadania przez spółki rezerw niepokrytego kapitału¹⁵⁹, co przyczyniło się do zmniejszania się zakresu faktycznej odpowiedzialności wspólników za zobowiązania spółek kapitałowych. W konsekwencji spadała zdolność kredytowa spółek kapitałowych, zaś wierzyciele ponosili coraz wyższe ryzyko finansowe. Z kolei spekulacje spółek akcjami własnymi na giełdzie wiedeńskiej w 1869 r. podaje się jako potencjalną genezę zakazu nabywania akcji własnych wprowadzonego do niemieckiego kodeksu handlowego w 1870 r.¹⁶⁰ W roku 1873 pękła bańka spekulacyjna na akcjach spółek notowanych na większości giełd Zachodu, rozpoczynając tzw. długi kryzys. W Niemczech nadużycia związane z zakładaniem nowych spółek kapitałowych określono mianem oszustwa założycieli (niem. *Gründerswindel*)¹⁶¹. Były one dokonywane za pomocą takich zabiegów, jak na przykład zawyżona wycena wkładów niepieniężnych przy znacznym agio emisyjnym. Dodatkowo Niemcy tradycyjnie byli przekonani o ochronnej funkcji rachunkowości prowadzonej zgodnie z zasadą ostrożności (niem. *Vorsichtsprinzip*). Reforma niemieckiego prawa spółek skupiła się więc na formalnościach związanych z związaniem i rejestracją spółki, pokryciem kapitału zakładowego oraz rachunkowością¹⁶². Wprowadzono obowiązek stosowania zasady maksymalizacji wartości zobowiązań (niem. *Höchstwertprinzip*) oraz minimalizacji wartości aktywów (niem. *Niederstwertprinzip*), a także ujmowania w sprawozdaniu wyłącznie zysków zrealizowanych. Miało to ograniczyć nadmierne wypłaty na rzecz wspólników poprzez zmniejszenie wartości funduszy dywidendowych dzięki ostrożnej rachunkowości.

Sytuacja wyglądała zgoła inaczej w USA. Doktryna funduszy powierniczych wypracowana w 1824 r. stanowiła podstawę wielu orzeczeń wydawanych przez

¹⁵⁷ Szerzej zob. G. Todd: *Some Aspects...*, *op. cit.*, s. 66–70 (Zjednoczone Królestwo), oraz N. Reich: *Die Entwicklung...*, *op. cit.*, s. 268–269 (Niemcy).

¹⁵⁸ Tak A. Opalski: *Kapitał zakładowy. Zysk. Umorzenie*, Warszawa 2002, s. 18.

¹⁵⁹ Por. J.B. Jefferys: *The Denomination...*, *op. cit.*, s. 45–46, oraz G. Todd: *Some Aspects...*, *op. cit.*, s. 69, przyp. 3.

¹⁶⁰ Por. D. Dąbrowski: *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Warszawa 2010, s. 26.

¹⁶¹ Szerzej zob. N. Reich: *Die Entwicklung...*, *op. cit.*, s. 268–269, oraz P. Muchlinski: *The Development...*, *op. cit.*, s. 351.

¹⁶² Por. N. Reich: *Die Entwicklung...*, *op. cit.*, s. 275; P. Muchlinski: *The Development...*, *op. cit.*, s. 351–352; E. Heidhues, C. Patel: *Convergence...*, *op. cit.*, s. 10–13, oraz B. Eierle: *Differential reporting in Germany — A historical analysis*, *Accounting, Business & Financial History* 2005, nr 3 (15), s. 284.

federalny Sąd Najwyższy i do dziś stanowi element prawa amerykańskiego¹⁶³. Omawiane orzeczenia rozstrzygały o bezskuteczności transakcji dokonanych przez spółkę na korzyść wspólników¹⁶⁴, a także zobowiązywały wspólników do zwrotu świadczeń do majątku spółki¹⁶⁵ lub do wniesienia wpłat na kapitał¹⁶⁶ na poczet zaspokojenia zobowiązań niewypłacalnej spółki. Fundamentalne znaczenie doktryny funduszy powierniczych jest widoczne również w rozstrzygnięciach sądów niższej instancji, które traktowały tę koncepcję jako jednolitą teorię uzasadniającą między innymi zakazy dotyczące wypłaty dywidendy przez niewypłacalną spółkę, obejmowania praw udziałowych poniżej ich wartości nominalnej (art. 154 § 3 i art. 309 § 1 k.s.h.), zawyżania wyceny aportu (art. 175 k.s.h.) czy nabywania własnych praw udziałowych (art. 200 § 1 i art. 362 § 1 k.s.h.)¹⁶⁷. Tymczasem w europejskich systemach prawnych wprowadzane były kazuistyczne reguły w odpowiedzi na wystąpienie każdego z tych rodzajów nadużyć. Jako jedno z osiągnięć doktryny funduszy powierniczych wskazuje się efektywną alokację praw wierzycieli zadłużonych spółek amerykańskich w trakcie kryzysów gospodarczych drugiej połowy XIX w.¹⁶⁸ — sytuacja zgoła odmienna od przebiegu analogicznych wydarzeń w państwach europejskich.

Ostatnie dwie dekady XIX w. stanowiły okres okrzepnięcia koncepcji spółki kapitałowej w europejskiej myśli prawnej. W prawie angielskim pod wpływem orzeczenia Izby Lordów w sprawie *Trevor v. Whitworth* (1887)¹⁶⁹ zaczęła się kształtować doktryna utrzymania kapitału zakładowego (ang. *capital maintenance doc-*

¹⁶³ Odmiennie A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, *op. cit.*, s. 447, który stwierdza, że doktryna funduszy powierniczych została „zarzucona” pod koniec XIX w. W rzeczywistości doktryna ta była stosowana w orzecznictwie co najmniej jeszcze w połowie XX w. — szerzej zob. J.R. Ellis, C.L. Sayre: *Trust-Fund Doctrine Revisited: Part I*, *Washington Law Review and State Bar Journal* 1949, nr 1 (24), s. 44–54, oraz J.R. Ellis, C.L. Sayre: *Trust-Fund Doctrine Revisited: Part II*, *Washington Law Review and State Bar Journal* 1949, nr 2 (24), s. 134–145. Obecność tej doktryny podkreśla się także współcześnie — zob. J.B. Rosenthal: *The corporate “trust fund” doctrine is alive and well in Ohio*, *Ohio Lawyer* 2012, nr 7–8, s. 24–25, oraz C. Otteson: *Current Application of the Trust Fund Doctrine in Texas*, *Baylor Law Review* 2003, nr 1 (55), s. 313–334. W prawie stanowym Ohio i Teksasu doktryna obecnie jest ograniczona do spółek w likwidacji. Ograniczony zakres zastosowania tej doktryny w większości stanów USA należy współcześnie wiązać nie z nieadekwatnością samej doktryny, lecz z **kodyfikacją** jej zasad w prawie stanowym. Zob. również orzeczenia w sprawach *In Re Buckhead America Corp.*, 178 B.R. 956 (D.Del. 1994) oraz *In Re Sheffield Steel Corp.*, 320 B.R. 423 (Bankr. N.D. Oklahoma 2004), gdzie sądy na przełomie XX i XXI w., cytując orzeczenie w sprawie *Hamor v. Taylor-Rice Engineering Co.*, 84 F. 392 (C.C.D.Del. 1897), uznały, że prawdopodobnie brak jest teorii bardziej ugruntowanych w jurysprudencji amerykańskiej niż teoria nakazująca traktować kapitał spółki jako fundusz powierniczy przeznaczony na spłatę zadłużenia spółki z pierwszeństwem przed wspólnikami.

¹⁶⁴ Sprawa *Sawyer v. Hoag, Assignee*, 84 U.S. 610, 17 Wall. 610 (1873), dotyczyła bezskuteczności potrącenia wierzycielności spółki o wniesienie wkładu z wierzytelnością wspólnika z tytułu czeku wystawionego przez spółkę, zaś sprawa *Railroad Company v. Howard*, 74 U.S. 392, 7 Wall. 392, 19 L. Ed. 117 (1869), dotyczyła wstrzymania wypłaty wspólnikom kwot uzgodnionych w planie sprzedaży przedsiębiorstwa spółki.

¹⁶⁵ *Curran v. State of Arkansas*, 56 U.S. 304, 15 How. 304 (1853) (zwrot kwot otrzymanych w toku likwidacji).

¹⁶⁶ *Sanger v. Upton, Assignee*, 91 U.S. 56, 23 L. Ed. 220, 1 Otto 56 (1875); *Hatch v. Dana*, 101 U.S. 205 (1879) oraz *Scovell v. Thayer*, 105 U.S. 143 (1881).

¹⁶⁷ A.J. Youngblood: *Trust Fund...*, *op. cit.*, s. 113.

¹⁶⁸ J.R. Ellis, C.L. Sayre: *Trust-Fund Doctrine Revisited: Part I...*, *op. cit.*, s. 45.

¹⁶⁹ 12 App Cas 409.

trine), która doprowadziła między innymi do wprowadzenia zakazu nabywania akcji własnych. Doktryna ta stanowi obecnie fundament ustroju majątkowego spółki akcyjnej zharmonizowany na poziomie UE w art. 56 ust. 1 dyrektywy prawa spółek. Francuskie sądownictwo dostrzegło ekonomiczną równoważność nabywania akcji własnych ze zwrotem wkładów mniej więcej w tym samym czasie¹⁷⁰. Wreszcie w 1896 r. brytyjska Izba Lordów wydała orzeczenie w sprawie *Salomon v. A Salomon & Co Ltd*¹⁷¹, które bywa nazywane najsłynniejszym rozstrzygnięciem angielskiego prawa spółek¹⁷². W literaturze podnosi się, że implikacje odrębnej osobowości prawnej spółek kapitałowych oraz ograniczonej odpowiedzialności wspólników zostały w pełni zrozumiane dopiero po wydaniu tego orzeczenia¹⁷³.

4. CZASY WSPÓŁCZESNE

Tempo zmian prawnych w XX w. nie zwolniło. Wśród istotnych tendencji można wskazać **dalszą liberalizację** prawa spółek kapitałowych. Jest to widoczne przykładowo w rozpowszechnianiu się formy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (niem. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, fr. *société à responsabilité limitée*). Choć została ona wprowadzona w Niemczech w 1892 r., pojawiła się we Francji dopiero w 1925 r., zaś w Szwajcarii w 1936 r. W ramach tego trendu można wymienić ponadto uchylenie przepisów ograniczających maksymalny wskaźnik zadłużenia do kapitału¹⁷⁴ czy relatywizację zakazu nabywania akcji własnych oraz obowiązku przeprowadzania postępowania konwokacyjnego¹⁷⁵.

Po ukształtowaniu się prawa dotyczącego grup kapitałowych w XIX w.¹⁷⁶ coraz szerszy dostęp do formy spółki kapitałowej doprowadził w ostatnich latach do utworzenia transgranicznych struktur korporacyjnych obejmujących setki lub nawet tysiące spółek działających w ramach jednego zgrupowania¹⁷⁷. Zmniejszyło

¹⁷⁰ D. Dąbrowski: *Nabywanie akcji własnych...*, *op. cit.*, s. 26–27, w przyp. 16 cytuje orzeczenie sądu z Tuluzy z 1886 r.

¹⁷¹ [1896] UKHL 1, [1897] AC 22.

¹⁷² P. Lipton: *The Mythology of Salomon's Case and the Law Dealing with the Tort Liabilities of Corporate Groups: An Historical Perspective*, *Monash University Law Review* 2014, nr 2 (40), s. 453.

¹⁷³ *Ibidem*. Por. również J.B. Jefferys: *The Denomination...*, *op. cit.*, s. 51, gdzie autor przytacza wypowiedzi świadków przed komisją powołaną przez parlament brytyjski w 1867 r. do reformy prawa spółek, które świadczyły o powszechnym braku świadomości konsekwencji prawnych ograniczonej odpowiedzialności wspólników.

¹⁷⁴ Przepisy te zostały uchylone w USA w okresie międzywojennym — szerzej zob. M.W. McDaniel: *Bondholders and Stockholders*, *The Journal of Corporation Law* 1988, nr 2 (13), s. 214–217.

¹⁷⁵ K. Pistor, Y. Keinan, J. Kleinheisterkamp, M.D. West: *The Evolution...*, *op. cit.*, s. 826–827 oraz 853–858.

¹⁷⁶ Szerzej zob. P. Blumberg: *Limited Liability and Corporate Groups*, *The Journal of Corporation Law* 1986, nr 4 (11), s. 605–611, oraz F. Freedland: *History of Holding Company Legislation in New York State: Some Doubts as to the "New Jersey First" Tradition*, *Fordham Law Review* 1995, nr 3 (24), s. 369–411.

¹⁷⁷ Przykładowo Bank of America pod koniec 2010 r. posiadał ponad 2000 spółek zależnych w 97 państwach — S. J. Lubben: *Resolution, Orderly and Otherwise: B of A in OLA*, *University of Cincinnati Law Review* 2013, nr 2 (81), s. 491–496.

to zdolność wierzycieli do oceny wypłacalności poszczególnych spółek, jednocześnie zwiększając ryzyko nadużycia formy spółki kapitałowej¹⁷⁸. Niektóre holdingi tworzone są w taki sposób, aby dokonać strategicznej kwarantanny zobowiązań w niedokapitalizowanych spółkach zależnych¹⁷⁹. Na tym tle widoczne są dwie przeciwstawne tendencje. Z jednej strony wypracowywana jest koncepcja tzw. interesu grupy¹⁸⁰, która ma pozwalać na poświęcenie interesów majątkowych pojedynczej spółki dla „lepszego sprawy”, którą jest dobro całej grupy kapitałowej. Z drugiej strony orzecznictwo usiłuje zaradzić nadużyciom poprzez doktrynę odpowiedzialności przebijającej, która pozwala pociągnąć spółkę holdingową do odpowiedzialności za zobowiązania spółki zależnej¹⁸¹.

Oddzielnych rozwiązań dla powyższych problemów dostarcza amerykańskie prawo upadłościowe, które rozwinęło się niezwykle dynamicznie, począwszy od międzywojennego Wielkiego Kryzysu¹⁸². W orzeczeniu federalnego Sądu Najwyższego w sprawie Taylor v. Standard Gas and Electric Company (1939)¹⁸³ zastosowano mechanizm *equitable subordination*, który pozwala podporządkować wierzytelności spółki holdingowej wobec spółki zależnej podczas upadłości tej ostatniej. Mechanizm ten jest jednak fragmentaryczny i nie wywołuje skutku, gdy brak jest wierzytelności holdingu wobec spółki zależnej. Dalej idącym mechanizmem jest tzw. konsolidacja materialna (ang. *substantive consolidation*), która jest wytworem orzecznictwa okresu II wojny światowej opartym na prawie słuszności¹⁸⁴. Pozwala ona pominąć odrębną osobowość spółek powiązanych i potraktować ich mienie jako jedną masę upadłości. Powoduje to, że wzajemne wierzytelności i zobowiązania konsolidowanych spółek wygasają, a wierzyciele wszystkich spółek są zaspokajani ze wspólnej masy. Jest to instrument silnie ingerujący w prawa wierzycieli i wspólników, ponieważ pozwala niekiedy skonsolidować do masy upadłości nawet te spółki powiązane z dłużnikiem, które **są wypłacalne**, a więc nie znajdują się w upadłości¹⁸⁵. W takiej sytuacji wierzyciele upadłej spółki mogą sięgać do majątku na przykład spółek — siostr spółki dłużnej, a tym samym zwiększyć swój zakres zaspokojenia kosztem wspólników i wierzycieli spółek wypłacalnych. Konsolidacja materialna została zastosowana między innymi w słynnym bankructwie firmy WorldCom po pęknięciu bańki spekulacyjnej *dotcom*. W 2010 r. UNCITRAL włączył doktrynę konsolidacji materialnej do swoich rekomendacji dotyczących prawa upadłościowego¹⁸⁶.

¹⁷⁸ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise...*, *op. cit.*, s. 1401.

¹⁷⁹ P. Lipton: *The Mythology...*, *op. cit.*, s. 454.

¹⁸⁰ Szerzej zob. A. Opalski: *Prawo zgrupowań...*, *op. cit.*, s. 97–114.

¹⁸¹ *Ibidem*, s. 79–97.

¹⁸² Szerzej zob. C. J. Tabb: *The History of Bankruptcy Laws...*, *op. cit.*, s. 28–43.

¹⁸³ 306 U.S. 307.

¹⁸⁴ Szerzej zob. J.S. Gilbert: *Substantive Consolidation in Bankruptcy: A Primer*, *Vanderbilt Law Review* 1990, nr 1 (43), s. 207–243.

¹⁸⁵ Szerzej zob. D.R. Culhane: *Substantive Consolidation and Nondebtor Entities: The Fight Continues*, *Pratt's Journal of Bankruptcy Law* 2011, nr 6 (7), s. 514–521.

¹⁸⁶ United Nations Commission on International Trade Law: *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law. Part three: Treatment of enterprise groups in insolvency*, New York 2012, s. 59–74.

Po II wojnie światowej widoczna jest tendencja do harmonizacji prawa spółek. W USA dokonywane jest to za pomocą ustawy modelowej Model Business Corporation Act (MBCA) przygotowanej przez amerykański samorząd adwokatów po raz pierwszy w 1950 r.¹⁸⁷ Prawo spółek większości stanów USA bazuje na ustawie modelowej. W ramach UE pierwsza harmonizacja została dokonana za pomocą drugiej dyrektywy kapitałowej¹⁸⁸ z 1976 r. dotyczącej spółek akcyjnych. W 1979 r. dokonano rewizji MBCA, w ramach której zniesiono instytucję kapitału zakładowego¹⁸⁹, a wypłaty *causa societatis* oparto na mechanizmie testów wypłacalności. Można powiedzieć, że od tego czasu istnieją istotne różnice pomiędzy amerykańskim i europejskim prawem spółek kapitałowych¹⁹⁰. W Europie obecna debata dotycząca kapitału zakładowego w znacznej mierze powieliła argumenty podnoszone podczas debaty przeprowadzonej w USA przy okazji rewizji MBCA¹⁹¹.

Z perspektywy zasad ochrony wierzycieli kluczowe są trzy współczesne, wzajemnie powiązane tendencje: globalne rozprzestrzenianie się rozwiązań amerykańskiego systemu prawnego, ukształtowanie się nowej aksjologii spółek kapitałowych oraz zmiany w rachunkowości.

Globalny eksport rozwiązań amerykańskich, obejmujących zarówno system prawny, jak i ekonomiczny, jest wynikiem złożonej historii XX w. Wśród istotnych faktów należałoby wymienić co najmniej przyznanie USA decydującego głosu w sprawach globalnych finansów podczas konferencji w Bretton Woods¹⁹², realizację planu Marshalla, w ramach którego po wojnie wysyłano do Europy Zachodniej ekspertów mających pomagać przy odbudowie gospodarczej i realizacji reform¹⁹³, powojenną okupację Japonii, w czasie której przyjęto nową konstytucję, a także wprowadzono reformy na wzór amerykańskiego *New Deal* oraz realizację tzw. terapii szokowych (ang. *shock therapy*) popieranych przez instytucje z Bretton Woods w oparciu o tzw. konsensus waszyngtoński (ang. *Washington Consensus*)¹⁹⁴. Recep-

¹⁸⁷ Pierwsze próby podjęto już w 1928 r. poprzez przyjęcie Uniform Business Corporation Act, który nie odniósł jednak sukcesu.

¹⁸⁸ Druga dyrektywa Rady 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 współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (77/91/EWG) (Dz. Urz. WE L 26 z 31.01.1977 r., s. 1). Dyrektywa ta już nie obowiązuje i została zastąpiona dyrektywą prawa spółek, o której mowa w przyp. 7 powyżej.

¹⁸⁹ Należy przy tym wskazać, że dwa istotne stany (Nowy Jork i Delaware) utrzymały tradycyjną instytucję kapitału zakładowego, jednocześnie zezwalając na emitowanie akcji bez wartości nominalnej.

¹⁹⁰ Por. A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, *op. cit.*, s. 508.

¹⁹¹ Zob. C.A. Peterson, N.W. Hawker: *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, *Akron Law Review* 1997, nr 2 (31), s. 197–201.

¹⁹² W.N. Gianaris: *Weighted Voting in the International Monetary Fund and the World Bank*, *Fordham International Law Journal* 1990, nr 4 (14), s. 918–919.

¹⁹³ C.D. McKenna: *The World's Newest Profession: Management Consulting in the Twentieth Century*, Cambridge 2006, s. 168.

¹⁹⁴ Szerzej zob. D. Rodrik: *Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?*, styczeń 2006 r., <https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/Goodbye-Washington.pdf> (dostęp: 31 marca 2017 r.).

cja wzorców amerykańskich w Polsce miała miejsce w ramach terapii szokowej, w czasie której doszło do transformacji ustrojowej po 1989 r.¹⁹⁵

Oprócz działań pośrednich wskazanych powyżej, USA oddziałują na inne systemy prawne również bezpośrednio. Jedynie tytułem przykładu można wskazać Regulację S uchwaloną w 1990 r.¹⁹⁶ Jest ona stosowana podczas przeprowadzania międzynarodowych transakcji na papierach wartościowych, nawet takich, które nie mają nic wspólnego z USA. Drugim przykładem może być uchwalony w 2005 r. rozdział 15 amerykańskiego kodeksu upadłościowego, który w istotny sposób rozszerzył jurysdykcję terytorialną amerykańskich sądów upadłościowych. W ramach tej jurysdykcji proponuje się przykładowo, aby sądy amerykańskie stosowały doktrynę konsolidacji materialnej w stosunku do zagranicznych spółek kapitałowych¹⁹⁷. Ponadto USA są najbardziej popularną na świecie jurysdykcją do przeprowadzenia upadłości (restrukturyzacji) spółek kapitałowych w ramach zjawiska *forum shopping*. Spółki zagraniczne korzystają z amerykańskiego prawa upadłościowego w celu uzyskania globalnego zwolnienia aktywów z obciążeń (por. art. 313 ust. 1 zd. 1 pr. up.¹⁹⁸) bez współpracy z innymi jurysdykcjami, w których znajdują się te aktywa. Jest to wprost sprzeczne z dążeniami UNCITRAL do zwiększenia zakresu współpracy transgranicznej w sprawach upadłościowych¹⁹⁹.

Drugą ze wskazanych trzech tendencji jest dążenie do wypracowania nowej aksjologii spółek kapitałowych. Ma to realizować postulat, by spółki kapitałowe działały w interesie całego społeczeństwa²⁰⁰, co określa się mianem społecznej odpowiedzialności biznesu (ang. *corporate social responsibility*, CSR). Obecnie dążenia te są na etapie tzw. **neoklasycznej teorii praw majątkowych**. Odróżnić ją można od klasycznej teorii praw majątkowych (ang. *traditional logic of property*)²⁰¹, zgodnie z którą wszystkie korzyści ekonomiczne powinny przypadać właścicielom majątku generującego te korzyści, tj. w przypadku spółek wspólnikom. Teoria klasyczna ma swe źródło w prawie rzymskim, które nie odróżniało majątku spółki od majątku wspólników²⁰². Obecnie znajduje ona wyraz w dyrektywie maksymalizacji

¹⁹⁵ Jeffrey Sachs z Columbia University oraz Harvardu doradzał Solidarności i rządowi Tadeusza Mazowieckiego, a także stworzył plan na przejście do gospodarki wolnorynkowej, który był częścią programu reform Leszka Balcerowicza.

¹⁹⁶ Szerzej zob. S.E. Wang: *Investing Abroad: Regulation S and U.S. Retail Investment in Foreign Securities*, University of Miami Business Law Review 2002, nr 2 (10), s. 333–335.

¹⁹⁷ C.R. Steele: *Cross-Border Insolvency: Substantive Consolidation and Non-Main Proceedings*, Pratt's Journal of Bankruptcy Law 2011, nr 4 (7), s. 307–329.

¹⁹⁸ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. — Prawo upadłościowe (t.j. Dz. U. z 2016 r. poz. 2171 ze zm.).

¹⁹⁹ Szerzej zob. O. Couwenberg, S.J. Lubben: *Corporate Bankruptcy Tourists*, The Business Lawyer 2015, nr 3 (70), s. 719–745.

²⁰⁰ Por. I. M. Wormser: *Frankenstein, Incorporated*, New York 1931, s. 54: „Corporations with vast power must accept the social responsibility which accompanies such power. A socialized capitalism must supplant the present policy of unrestricted *laissez faire*. [...] Corporations must realize, or must be made to realize, that they owe an affirmative duty to the community which supports them as well as to the state which creates them”.

²⁰¹ A.A. Berle, Jr., G.C. Means: *The Modern Corporation...*, *op. cit.*, s. 333.

²⁰² Szerzej zob. H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise...*, *op. cit.*, s. 1356.

wartości inwestycji akcjonariuszy (ang. *shareholders' value*), która stopniowo traci na znaczeniu²⁰³. Teoria neoklasyczna została sformułowana w okresie międzywojennym przez A. Berlego oraz G. Meansa pod wpływem rozwoju amerykańskich rynków kapitałowych. Zgodnie z nią korzyści ekonomiczne powinny przypadać wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki, a nie wyłącznie wspólnikom²⁰⁴. Berle i Means nie nadali tej teorii żadnej nazwy, być może z uwagi na to, że ekonomia neoklasyczna w okresie międzywojennym jeszcze się kształtowała²⁰⁵ — zamiast tego pisali o „tej ideologii” lub „hipotezie prawnej”²⁰⁶. Współcześnie krąg osób uprawnionych do uzyskiwania korzyści ekonomicznych należałoby rozszerzyć do wszystkich osób posiadających wobec spółki prawa o charakterze **finansowym**.

Obecność założeń tej teorii w prawie nie zawsze jest łatwo dostrzegalna. Niemniej ostatnie zmiany prawa upadłościowego dostarczają przykładu, który unaocznia, jak głęboko teoria ta zakorzeniła się w systemie prawa polskiego. Chodzi o art. 11 ust. 2 pr. up., który określa szczególną podstawę ogłoszenia upadłości spółek, tj. nadmierne zadłużenie. W pierwotnym brzmieniu, tj. sprzed nowelizacji, która weszła w życie z początkiem 2016 r., przepis ten stanowił, że nadmierne zadłużenie występuje wtedy, gdy zobowiązania spółki przekroczą wartość jej majątku. Po nowelizacji nadmierne zadłużenie występuje wyłącznie wówczas, gdy to wartość zobowiązań **pieniężnych** przekroczy wartość majątku. Innymi słowy, przy określaniu, czy spółka jest niewypłacalna z uwagi na nadmierne zadłużenie, zobowiązania niefinansowe spółki są po prostu **pomijane**, tak, jakby w ogóle nie istniały, tj. nie wpływały na wartość zobowiązań spółki. Roszczeniom wierzycieli finansowych przysługuje więc uprzywilejowana ochrona na gruncie prawa upadłościowego.

Neoklasyczna teoria praw majątkowych jest bardziej widoczna w ekonomii finansowej. Dotyczy to zwłaszcza twierdzenia Modiglianiego i Millera o niezależności wartości spółki od jej struktury kapitałowej²⁰⁷ oraz współczesnych technik wyceny spółek, które *explicite* alokują wartość spółki wyłącznie do wspólników i wierzycieli finansowych. Przykładowo, aby określić wartość kapitału własnego, od wartości całej spółki po prostu odejmuje się zobowiązania finansowe. Należy podkreślić użycie słowa „**finansowe**”: kategorie interesu inne od inwestorów finansowych często w ogóle nie są uwzględniane w wycenie, a jeśli już, to odbywa się to

²⁰³ Szerzej zob. M.J.P. Magill, M. Quinzii, J.C. Rochet: *A Critique of Shareholder Value Maximization*, Swiss Finance Institute Research Paper Series No. 13–16, 26 marca 2013 r. Teoria klasyczna jest oczywiście silnie zakorzeniona w literaturze — zob. np. H.T.C. Hu, J.L. Westbrook: *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, Columbia Law Review 2007, nr 6 (107), s. 1321–1403.

²⁰⁴ A.A. Berle, Jr., G.C. Means: *The Modern Corporation...*, *op. cit.*, s. 334.

²⁰⁵ Joseph Schumpeter jeszcze w 1954 r. pisał z pewnym dystansem o tym, że w USA rozwinął się „nawyk” określania teorii okresu rewolucji krańcowej mianem ekonomii neoklasycznej — por. J. Schumpeter: *History of Economic Analysis*, London 1994, s. 886 i 1011, przyp. 48.

²⁰⁶ A.A. Berle, Jr., G.C. Means: *The Modern Corporation...*, *op. cit.*, s. 338.

²⁰⁷ F. Modigliani, M.H. Miller: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review 1958, nr 3 (43), s. 268.

*ad casum*²⁰⁸. Podobnie pomijane są z reguły zobowiązania pozabilansowe, na przykład wynikające z deliktów, na które nie zawiązano jeszcze rezerwy²⁰⁹. Powyższe podejście można odnaleźć na przykład w krajowych zasadach wyceny ustalanych przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych: „Dokonując wyceny kapitału własnego (ang. *Equity Value*), od wartości przedsiębiorstwa (ang. *Enterprise Value, Firm Value*) należy odjąć wartość zobowiązań finansowych”²¹⁰. Odejmuwane są więc jedynie zobowiązania finansowe, a pomijane są zobowiązania handlowe, pracownicze, konsumenckie itd. Tym kategoriom roszczeń nie jest alokowana żadna część wartości spółki.

Nowa aksjologia spółek kapitałowych została ukształtowana przede wszystkim w USA i stamtąd rozprzestrzeniła się na resztę świata. Z perspektywy wierzycieli finansowych jest to o tyle korzystne, że aksjologia ta przyczynia się do coraz szerszego uznawania ich praw do majątku spółek kapitałowych. Jest to widoczne zwłaszcza w upadłościach i restrukturyzacjach, w ramach których to z reguły wierzyciele finansowi (banki, obligatariusze, fundusze inwestycyjne itp.) podejmują decyzje co do przebiegu postępowania²¹¹. Częstokroć kończy się to przejściem przez nich kontroli nad spółką²¹².

Ostatnią omawianą współczesną tendencją, która istotnie wpływa na pozycję prawną wierzycieli spółek kapitałowych, są zmiany w rachunkowości. Rachunkowość spółek kapitałowych dopiero się formułowała w XIX w., gdy wprowadzono pierwsze obowiązki dotyczące sprawozdawczości finansowej i audytu. Dopiero pod koniec pierwszej połowy XX w. rozpoczęto w różnych państwach proces tworzenia standardów rachunkowości (ang. *generally accepted accounting practices*, niem. *Rechnungslegungsstandard* i *Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung*, fr. *plan comptable général*)²¹³. Standardy w państwach trzecich nie były wolne od wpływów

²⁰⁸ Przykładowo autorzy wywodzący się z firmy McKinsey sugerują odejmować od wartości spółki wartość rezerw utworzonych na restrukturyzacje (np. odpawy dla zwalnianych pracowników). Niemniej w praktyce sugestie tego typu są często ignorowane, ponieważ zgodnie z rozpowszechnioną opinią są to wydatki nieoperacyjne o charakterze jednorazowym — zob. T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken 2010, s. 559. Podobne problemy związane są z innymi skomplikowanymi zagadnieniami, jak np. kapitalizowanie leasingów operacyjnych czy określanie poziomu zobowiązań z tytułu niesfinansowanych świadczeń emerytalnych i rentowych wobec pracowników — *ibidem*, s. 282–286 i s. 543–602.

²⁰⁹ W prawie upadłościowym pomijane są nawet rezerwy na zobowiązania pozabilansowe (art. 11 ust. 5 pr. up.).

²¹⁰ Pkt 5.2 Krajowego Standardu Wyceny Specjalistycznego „KSWS Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” uchwalonego przez Radę Krajową PFSRM na posiedzeniu w dniu 11 kwietnia 2011 r. jako Nota Interpretacyjna i włączonego do zbioru Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny.

²¹¹ Szerzej zob. D.G. Baird, R.K. Rasmussen: *Chapter 11 at Twilight*, *Stanford Law Review* 2003, nr 3 (56), s. 673–699.

²¹² Przykładowo w 2010 r. wierzyciele finansowi przejęli kontrolę nad spółką Wind Hellas, która jest trzecim największym operatorem telefonii komórkowej w Grecji — zob. S. White: *Sawiris loses Wind Hellas as bondholders take over*, *Reuters* 18 października 2010 r., <http://uk.reuters.com/article/wind-hellas-idUKLDE69H1EX20101018> (dostęp: 31 marca 2017 r.).

²¹³ Szerzej zob. H.P. Holzer, W. Rogers: *The origins and developments of French costing systems (as reflected in published literature)*, *The Accounting Historians Journal* 1990, nr 2 (17), s. 57–71; J.D. Edwards: *History of public accounting in the United States*, East Lansing 1960, s. 42–298; R.G. Day: *UK Accounting Regulation:*

amerykańskich²¹⁴, niemniej można wskazać na istotne różnice pomiędzy standardami Europy kontynentalnej a standardami anglosaskimi²¹⁵. W tradycji kontynentalnej rachunkowość jest ściśle regulowana przepisami prawa. Wycena aktywów jest dokonywana w oparciu o zasadę ostrożności (niem. *Vorsichtsprinzip*), co ma na celu chronić interesy wierzycieli spółek — na kontynencie znaczną część finansowania spółek tradycyjnie dostarczały bowiem banki. Dodatkowo wycena dla celów podatkowych jest silnie związana z wyceną rachunkową (zasada miarodajności; niem. *Maßgeblichkeitsprinzip*)²¹⁶. W tradycji anglosaskiej większy wpływ na rachunkowość niż przepisy prawa mają księgowi i audytorzy²¹⁷, zaś prawo bilansowe jest oddzielone od prawa podatkowego. Aktywa rachunkowe nie są wyceniane ostrożnie, lecz w duchu koncepcji prawdziwego i rzetelnego obrazu (ang. *true and fair view*). Sprawozdania mają bowiem dostarczać jak najbardziej aktualnych informacji — niekiedy uwzględniając perspektywy na przyszłość — inwestorom spółek pozyskujących znaczną część finansowania na rynkach kapitałowych.

Różnice w podejściu do rachunkowości mają głębokie podłoże, sięgające nie tylko uwarunkowań historyczno-instytucjonalnych, lecz także kulturowych²¹⁸. Przykładowo w Niemczech rachunkowość była tradycyjnie uznawana za jeden z elementów systemu ochrony praw wierzycieli. Ponieważ w tradycji anglosaskiej rachunkowość nie służyła tym celom, tamtejsze prawo spółek zawiera innego rodzaju zawory bezpieczeństwa. Brytyjskie prawo spółek przewiduje odrębne zasady ustalania zysku zrealizowanego, który nie jest tożsamy z zyskiem rachunkowym²¹⁹, prawo amerykańskie wymaga przeprowadzania testów wypłacalności przed wypłatą, zaś kanadyjskie federalne prawo spółek łączy oba podejścia. Tymczasem kontynentalne systemy prawne funkcje ochronne wkomponowały w rachunkowość, która miała zapewniać, by zysk wykazany w bilansie nie prowadził do nadmiernej wypłaty. Ograniczenie wypłaty do wysokości tego zysku miało z założenia w wystarczającym stopniu chronić wierzycieli spółki, bez stosowania dodatkowych ograniczeń. Dlatego też postępujące od ostatniego ćwierćwiecza XX w. globalne

An Historical Perspective, School of Finance & Law Working Paper Series No. 20, oraz B. Eierle: *Differential reporting...*, *op. cit.*, s. 283–296.

²¹⁴ H.P. Holzer, W. Rogers: *The origins and developments...*, *op. cit.*, s. 71, wskazują, że podczas realizacji planu Marshalla czołowi francuscy praktycy księgowości studiowali w USA, gdzie uczyli się amerykańskich standardów.

²¹⁵ Szerzej zob. C. Johansson, A. Svensson: *A true and fair view: harmonization of the accounting*, *European Journal of Management* 2008, nr 2 (8), s. 104–111. Do tradycji anglosaskiej zaliczane są również Niderlandy.

²¹⁶ R.U. Fülbier, M. Klein: *Financial accounting...*, *op. cit.*, s. 11.

²¹⁷ Przykładowo Izba Lordów w sprawie *Lee v. Neuchatel Asphalte Company* [1889] 41 Ch.D. 1, stwierdziła *obiter dicta*, że zysk powinien być ustalany przez przedsiębiorców, a nie ustawy.

²¹⁸ Szerzej zob. D.R. Borker: *Is There A Favorable Cultural Profile For IFRS?: An Examination And Extension Of Gray's Accounting Value Hypotheses*, *International Business & Economics Research Journal* 2013, nr 2 (12), s. 167–177.

²¹⁹ *Companies Act 2006* (c. 46), s. 830(1) i (2), wymaga, by wypłaty *causa societatis* były dokonywane z zysków zrealizowanych. Wytyczne dotyczące ustalania wysokości zysków zrealizowanych liczą 168 stron — zob. ICAEW Technical Release: *Guidance on the determination of realised profits and losses in the context of distributions under the Companies Act 2006*, TECH 02/10.

przejście na rozwiązanie anglosaskie, zwłaszcza w związku z recepcją międzynarodowych standardów rachunkowości (MSR)²²⁰, prowadzi do stopniowego „demontażu”²²¹ zasad ochrony wierzycieli w państwach nieposiadających ram instytucjonalnych przystosowanych do odmiennej koncepcji rachunkowości. Być może z tego względu w literaturze niemieckiej zasadę *true and fair view* określono mianem koncepcji nieokreślonej i niebezpiecznej²²², podczas gdy państwa kultury anglosaskiej uznają ją za koncepcję naturalną dla ich systemów prawnych. Należy podkreślić, że różnice pomiędzy tymi dwiema tradycjami rachunkowości są wymierne, a badania sugerują, że bilans oparty na zasadzie *true and fair view* jest średnio o 30% korzystniejszy w stosunku do bilansu opartego na zasadzie ostrożności²²³. Powoduje to, że, *ceteris paribus*, przejście na anglosaski model rachunkowości umożliwia wypłatę średnio wyższej dywidendy mimo braku zmian w warunkach fundamentalnych. Jest to niewątpliwie jedna z przyczyn istnienia w Niemczech, Francji czy Hiszpanii zakazu sporządzania jednostkowych sprawozdań finansowych zgodnie z MSR²²⁴. Sprawozdania te są bowiem podstawą do określenia kwoty dostępnej do wypłaty dywidendy. Polskie prawo pozwala sporządzać sprawozdania jednostkowe zgodnie z anglosaskimi MSR (art. 45 ust. 1a–1b ustawy o rachunkowości²²⁵), mimo że kodeks spółek handlowych wzorowano na rozwiązaniach germańskich, co może tłumaczyć rosnącą kolizję prawa spółek z prawem bilansowym.

5. SYNTEZA

W powyższych uwarunkowaniach historycznych należy upatrywać przyczyn stwierdzonej w literaturze znacznej rozbieżności regulacji finansów korporacyjnych

²²⁰ W Europie przejście to miało swój wyraz we wprowadzeniu zmian do czwartej dyrektywy Rady z dnia 25 lipca 1978 r. wydanej na podstawie art. 54 ust. 3 lit. g Traktatu, w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (78/660/EWG) (Dz. Urz. WE L 222 z 14.08.1978 r., s. 11), które włączyły koncepcję *true and fair view* do art. 2 ust. 3 na wniosek Zjednoczonego Królestwa, Niderlandów i Danii — K. Van Hulle: *The true and fair view override in the European Accounting Directives*, *The European Accounting Review* 1997, nr 4 (6), s. 711. Wcześniejsze projekty dyrektywy bazowały na kontynentalnych zasadach rachunkowości wyrażonych w niemieckiej ustawie Aktiengesetz. Ponadto w 2002 r. uchwalono rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz. Urz. WE L 243 z 11.09.2002 r., s. 1), które wymaga stosowania międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej wzorowanych na rozwiązaniach anglosaskich przez wszystkie spółki notowane na giełdach i sporządzające skonsolidowane sprawozdania finansowe.

²²¹ Por. A. Opalski (w): *Kodeks...*, t. IIIA, *op. cit.*, art. 308, nb 16.

²²² E. Heidhues, C. Patel: *Convergence...*, *op. cit.*, s. 16.

²²³ A. Radwan: *Sens i nonsens kapitału zakładowego — przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych* (w:) *Europejskie prawo spółek*, t. II, *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, pod red. M. Cejmera, J. Napierały, T. Sójki, Kraków 2005, s. 76.

²²⁴ Zob. G. Strampelli: *The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value accounting on companies' capital*, *European Company and Financial Law Review* 2011, nr 1, s. 10.

²²⁵ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 395).

pomiędzy różnymi państwami²²⁶. Nie dość, że rozbieżność ta jest większa niż w innych obszarach prawa spółek, to jednocześnie finanse korporacyjne podlegały najgłębszym zmianom, mimo stosunkowo krótkiej historii.

Mimo różnorodności problemów poruszanych we wcześniejszych punktach niniejszej pracy, zasady ochrony wierzycieli spółek kapitałowych mają wspólne źródło: regułę absolutnego priorytetu (ang. *absolute priority rule*)²²⁷. Aby ją wyjaśnić, należy rozpocząć od pojęcia struktury kapitałowej.

Struktura kapitałowa jest częścią języka prawnego²²⁸. W najprostszej ujęciu strukturę kapitałową opisuje fundamentalna tożsamość rachunkowa:

$$\text{Aktywa} = \text{Zobowiązania} + \text{Kapitał własny}$$

Przykładowo spółka o wartości 100 finansowana w równej mierze kapitałem dłużnym i własnym będzie posiadała następującą strukturę kapitałową: Kapitał dłużny (zobowiązania) = 50, Kapitał własny = 50. Struktura kapitałowa jest więc kompozycją kapitałów własnych i dłużnych w źródłach finansowania majątku spółki²²⁹.

Strukturę kapitałową w ujęciu prawnym należy rozpatrywać przez pryzmat pierwszeństwa poszczególnych praw składających się na tę strukturę²³⁰, tj. praw do majątku (kapitału) spółki. W tym sensie struktura kapitałowa rozumiana jest jako hierarchicznie uporządkowany zbiór praw posiadających malejące pierwszeństwo zaspokojenia. Poszczególne prawa mające równe pierwszeństwo (łac. *pari passu*) tworzą klasy równoważności, które można nazwać poziomami (warstwami) struktury kapitałowej. Prawa znajdujące się na wyższych poziomach struktury mają wyższe pierwszeństwo zaspokojenia względem praw znajdujących się na poziomach niższych. Z tego powodu inwestorzy znajdujący się wyżej w strukturze narażeni są na niższe ryzyko i oczekują niższych stóp zwrotu z zaangażowanego kapitału. Przy-

²²⁶ Szerzej zob. K. Pistor, Y. Keinan, J. Kleinheisterkamp, M.D. West: *The Evolution...*, *op. cit.*, s. 821–827.

²²⁷ Historyczną ewolucję tej reguły w amerykańskim prawie upadłościowym przedstawia S.J. Lubben: *The Overstated Absolute Priority Rule*, 20 marca 2015 r., s. 6–23, <http://ssrn.com/abstract=2581639> (dostęp: 31 marca 2017 r.). Reguła absolutnego priorytetu została wprowadzona do prawa amerykańskiego w drodze precedensu sądowego w celu ukrócenia praktyki stosowanej w restrukturyzacjach przedsiębiorstw kolejowych, polegającej na „wyciskaniu” niezabezpieczonych wierzycieli ze struktury kapitałowej przedsiębiorstwa w wyniku zмовy pomiędzy zabezpieczonymi wierzycielami a akcjonariuszami — S.J. Lubben: *No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context*, *American Bankruptcy Law Journal* 2009, nr 4 (83), s. 545, przyp. 107.

²²⁸ Jako przykład można wskazać art. 69 ust. 4 pkt 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2016 r. poz. 1636 ze zm.), zgodnie z którym doradztwo dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej lub zagadnień z nią związanych stanowi działalność maklerską, jeżeli jest wykonywane przez firmę inwestycyjną (tzw. czynności maklerskie dodatkowe).

²²⁹ Zasadniczo identyczne definicje można odnaleźć w pozycjach podręcznikowych z zakresu finansów korporacyjnych. Por. S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe: *Corporate Finance*, New York 2012, s. 2: „[...] the firm’s **capital structure**, which represents the proportions of the firm’s financing from current and long-term debt and equity”, oraz R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen: *Principles of Corporate Finance*, New York 2010, s. 418: „The firm’s mix of debt and equity financing is called its capital structure”. Z reguły jednak milcząco zakłada się, że mowa jest o wartościach rynkowych kapitału finansowego. Struktura kapitałowa może być tymczasem oceniana za pomocą różnych standardów wartości, a także różnych rodzajów kapitału.

²³⁰ Por. S.J. Lubben: *Corporate Finance*, New York 2014, s. 42–44.

kładowo bank posiadający wierzytelność kredytową zabezpieczoną hipotecznie będzie wymagał od dłużnika niższego oprocentowania niż inwestor posiadający niezabezpieczone, podporządkowane obligacje wyemitowane przez tego samego dłużnika w tym samym czasie.

Jest to uzasadnione, ponieważ zgodnie z regułą absolutnego priorytetu inwestorzy z wyższych poziomów struktury kapitałowej powinni otrzymać pełne zaspokojenie, zanim inwestorzy znajdujący się w tej strukturze niżej uzyskają jakiegokolwiek zaspokojenie ich praw majątkowych²³¹. Reguła ta wyraża intuicję, która każe roszczenia wierzycieli spółki traktować jako uprzywilejowane w stosunku do praw majątkowych jej wspólników²³². Jednocześnie reguła ta pozwala na zróżnicowanie pierwszeństwa zaspokojenia praw przysługujących poszczególnym kategoriom wierzycieli i wspólników.

Posługując się przykładem, założmy, że spółka zaciągnęła kredyt bankowy o wartości nominalnej 100 oraz wyemitowała obligacje podporządkowane o wartości nominalnej 50, a brak jest innych zobowiązań. Jeżeli całkowita wartość jej majątku wynosi 160, to wartość kapitału własnego wynosi 10. Jeżeli całkowita wartość majątku spółki jest nie wyższa niż 150, kapitał własny jest bezwartościowy. Prostą konsekwencją powyższej zależności zestawionej łącznie z neoklasyczną teorią praw majątkowych jest stwierdzenie, że prawa udziałowe nie reprezentują udziału w całym kapitale spółki (całej spółce), lecz wyłącznie w jej kapitale własnym. Udział w kapitale dłużnym spółki przypada jej wierzycielom finansowym, a nie wspólnikom. Wspólnicy nie są więc jedynymi inwestorami spółki.

Reguła absolutnego priorytetu nie bez powodu ma swe źródło w prawie upadłościowym. Zagadnienie wypłacalności spółki jest bowiem kluczowe dla zasad ochrony jej wierzycieli. Niewypłacalność wpływa w sposób fundamentalny na strukturę kapitałową spółki: gdy spółka staje się trwale niewypłacalna, interes ekonomiczny wspólników jest w całości eliminowany²³³. Prawa udziałowe stają się

²³¹ Zakaz jakiegokolwiek zaspokojenia w upadłości niższych klas interesariuszy przed pełnym zaspokojeniem tych klas wyższych, które sprzeciwiają się proponowanemu układowi, został skodyfikowany w amerykańskim prawie upadłościowym — por. 11 U.S.C. § 1129(b)(2)(B)(ii) oraz § 1129(b)(2)(C)(ii). Analogiczny zakaz został skodyfikowany w 2006 r. w czeskim prawie upadłościowym — por. T. Richter: *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, *European Company & Financial Law Review* 2009, nr 2/3 (6), s. 364–365. Zakaz ten nie posiada swego językowego odpowiednika w polskim prawie upadłościowym i restrukturyzacyjnym. Jednak za pomocą przepisów o zatwierdzeniu układu (art. 119 ust. 3 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. — Prawo restrukturyzacyjne (t.j. Dz. U. z 2016 r. poz. 1574 ze zm.; dalej: pr. rest.) i art. 266f pr. up.) możliwe jest uzyskanie zbliżonych skutków prawnych.

²³² A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, *op. cit.*, s. 475: „Ze względu na pozycję prawną wierzycieli, ich roszczeniem wobec spółki przysługuje pierwszeństwo w stosunku do roszczeń udziałowców”.

²³³ Tak T. Richter: *Reconciling...*, *op. cit.*, s. 359. Odmienne H.T.C. Hu, J.L. Westbrook: *Abolition...*, *op. cit.*, s. 1381–1383, którzy uważają, że ponieważ prawa udziałowe reprezentują opcję call, zawsze posiadają one dodatnią wartość. Rozbieżność ta wynika prawdopodobnie z posługiwania się przez tych autorów bliżej niezdefiniowanym pojęciem niewypłacalności. Jeżeli za niewypłacalność uznać trwałą utratę zdolności do wykonywania zobowiązań, to w istocie opcja call jest trwale bezwartościowa (ang. *out-of-the-money*). Gdy uczestnicy rynku o tym wiedzą, opcje będą posiadały co najwyżej symboliczną wartość. Problem oczywiście wynika z istnienia niepewności co do przyszłości, która w większości przypadków uniemożliwia stwierdzenie, czy zdolność płatnicza zosta-

ekonomicznie bezwartościowe, gdyż majątek niewypłacalnej spółki przypada w toku postępowania likwidacyjnego lub upadłościowego jej wierzycielom, a nie wspólnikom. Zasada ta ma swoje źródło historyczne w amerykańskiej doktrynie funduszy powierniczych, która na wypadek wystąpienia niewypłacalności przyznaje wierzycielom spółki status beneficjentów jej majątku, eliminując interes majątkowy wspólników²³⁴. Przyzwolenie wspólnikom na dokonywanie czynności naruszających regułę absolutnego priorytetu²³⁵ poprzez czerpanie korzyści majątkowych z niewypłacalnej spółki skutkowałoby uprawomocnieniem pokusy nadużyć (ang. *moral hazard*). Wspólnicy, nie posiadając żadnego interesu ekonomicznego w spółce, ryzykowałiby bowiem wyłącznie cudzym majątkiem. Dlatego też wypłacalność spółki stanowi dla wspólników granicę, której przekroczenie stawia *ex lege* w stan natychmiastowej wymagalności całość kapitału dłużnego spółki (art. 458 k.c.).

Reguła absolutnego priorytetu znajduje swoje odzwierciedlenie w licznych przepisach prawa polskiego, w tym prawa spółek²³⁶. Jest ona więc koncepcją uniwersalistyczną, przekraczającą ramy wyznaczone wyłącznie przez prawo upadłościowe. Stanowi ona logicznie spójne uzasadnienie obowiązywania instrumentów prawnych, które pozwalają traktować prawa wierzycieli w sposób preferencyjny w stosunku do praw wspólników. W tym sensie regułę absolutnego priorytetu można uznać za fundamentalną zasadę będącą źródłem tych instytucji prawnych²³⁷. Wyartykułowanie tej zasady *expressis verbis* czyni zbędnym przyjmowanie wszelkich „dogmatów” lub „aksjomatów” o potrzebie ochrony wierzycieli spółek²³⁸, ponieważ uprzywilejowanie wierzycieli wynika wówczas z treści ich praw majątkowych, a nie z dodatkowych założeń.

Z punktu widzenia praw wspólników i wierzycieli spółki, drugą stroną reguły absolutnego priorytetu jest uczestnictwo w stratach spółki. W tym kontekście pod-

ła utracona „trwale”. Szerzej na temat ujęcia wartości spółki w ramach parytetu put-call zob. S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe: *Corporate...*, *op. cit.*, s. 703–712.

²³⁴ Orzeczenie federalnego Sądu Najwyższego w sprawie *Hollins v. Brierfield Coal & Iron Co.*, 150 U.S. 371 (1893): „Becoming insolvent, the equitable interest of the stockholders in the property, together with their conditional liability to the creditors, places the property in a condition of trust, first, for the creditors, and then for the stockholders”.

²³⁵ Por. P.O. Mülberr, M. Birke: *Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?*, *European Business Organization Law Review* 2002, nr 3, s. 709, którzy opisują problem w kontekście „wyścigu po aktywa” (ang. *run on assets*). Szerszą perspektywę dotyczącą tej problematyki przedstawia A. Radwan: *Sens i nonsens...*, *op. cit.*, s. 32–40.

²³⁶ Por. S.J. Lubben: *The Overstated...*, *op. cit.*, s. 5, który wskazuje, że intuicje leżące u podstaw tej reguły wpływają także na takie instytucje prawa amerykańskiego, jak skarga pauliańska czy ograniczenia w wypłacie dywidend. Regułę absolutnego priorytetu wyrażają np. art. 275 § 2 i art. 462 § 2 k.s.h., art. 286 i art. 474 k.s.h., art. 344 ust. 2 pr. up., art. 119 ust. 3 pr. rest. i art. 266f pr. up., art. 264 § 1 i art. 456 § 2 k.s.h., art. 169 ust. 3 i 4 pr. rest. oraz art. 342 ust. 1 pkt 4 pr. up.

²³⁷ Por. A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, *op. cit.*, s. 475, który pisze o „fundamentaln[ej] zasad[zie], która zrodziła koncepcję kapitału zakładowego: udziałowcy są uprawnieni do otrzymywania świadczeń kosztem majątku spółki tylko o tyle, o ile nie prowadzi to do zagrożenia praw jej wierzycieli”.

²³⁸ *Ibidem*, s. 488, gdzie stwierdzono istnienie takiego „dogmatu” w doktrynie niemieckiej, oraz s. 490, gdzie stwierdzono istnienie analogicznego „aksjomatu” w systemach europejskich.

kreślana w doktrynie²³⁹ ograniczona odpowiedzialność wspólników nie stanowi żadnego kryterium podziału: zarówno wspólnicy, jak i wierzyciele ryzykują co najwyżej wartością zaangażowanego kapitału; infimum (kres dolny) wypłat negatywnych (strat) jest więc symetryczne. Decydujący jest brak symetrii w rozkładzie stóp zwrotu występujący po drugiej stronie wypłat: zysk wierzycieli posiada supremum (kres górny) wyznaczone umową łączącą ich ze spółką, podczas gdy zysk wspólników nie doznaje takich ograniczeń. Pozwala to funkcjonalnie uzasadnić zasadę, zgodnie z którą o ile wierzyciele są pierwsi w kolejności uzyskania zaspokojenia, to wspólnicy spółki są pierwsi w kolejności ponoszenia ciężaru jej strat²⁴⁰. Potencjalnie wysokiej stopie zwrotu wspólników towarzyszy więc adekwatne ryzyko inwestycyjne²⁴¹. Dlatego też poniesienie przez spółkę straty powoduje zmniejszenie środków dostępnych do wypłaty dywidendy na rzecz wspólników (art. 192 i art. 348 § 1 k.s.h.). W razie braku zysku i pozostałych funduszy dywidendowych spółka w ogóle nie może wypłacić dywidendy; innymi słowy, wspólnicy z założenia nie powinni „sięgać” po majątek spółki potrzebny do zaspokojenia jej wierzycieli, gdyż wierzyciele mają do niego pierwszeństwo. Z tych względów niekiedy mówi się, że kapitał własny stanowi „poduszkę bezpieczeństwa” dla wierzycieli spółki²⁴².

Powyższe zasady wymagają szczególnego podkreślenia, ponieważ w historii polskiego rynku kapitałowego eliminacja praw wspólników niewypłacalnej spółki znajdującej się w upadłości prowadziła do daleko idącego dysonansu poznawczego oraz protestów inwestorów²⁴³, co należy wiązać głównie z tym, że w polskiej praktyce tego typu restrukturyzacje nie są przeprowadzane często. Prawa udziałowe do trwale niewypłacalnej spółki są jednak ekonomicznie bezwartościowe, dlatego też ich umorzenie bez wynagrodzenia i zgody wspólników nie powinno budzić wątpli-

²³⁹ Por. A. Opalski: *Kapitał zakładowy. Zysk...*, *op. cit.*, s. 19. E.F. Heckscher: *Mercantilism*, *op. cit.*, s. 367–368, jest zdania, że z perspektywy ekonomicznej ograniczona odpowiedzialność jest znacząca tylko o tyle, o ile przyczynia się do istnienia odrębnego kapitału spółki.

²⁴⁰ Por. A. Opalski (w): *Kodeks...*, t. IIIA, *op. cit.*, art. 308, nb 11: „Umieszczenie kapitału zakładowego wśród kapitałów własnych ma ten skutek, że akcjonariusze ponoszą **pełne ryzyko utraty zainwestowanych wkładów**. Strata dotyka w pierwszym rzędzie kapitału zakładowego (i innych funduszy wkładowych, tj. kapitału zapasowego), natomiast zobowiązań dopiero wtedy, gdy majątek spółki nie wystarcza na ich zaspokojenie”. Stwierdzenie to należałoby uzupełnić w ten sposób, że strata tak naprawdę może dotyczyć w pierwszej kolejności nawet innych kapitałów własnych niż fundusze wkładowe. Przykładowo bardzo często strata pokrywana jest z zysków zatrzymanych z lat poprzednich, a nie z kapitału zapasowego lub zakładowego.

²⁴¹ Por. G.E. Brunstad, M. Sigal: *Competitive Choice Theory and the Unresolved Doctrines of Classification and Unfair Discrimination in Business Reorganizations Under the Bankruptcy Code*, *The Business Lawyer* 1999, nr 1 (55), s. 10–11, przyp. 39.

²⁴² Por. G.S. Corey, M.W. Marr, Jr., M.F. Spivey: *Are Bondholders Owed A Fiduciary Duty?*, *Florida State University Law Review* 1991, nr 4 (18), s. 971–972.

²⁴³ Chodzi o historię utworzonej zgodnie z prawem stanu Delaware spółki CEDC, której akcje były notowane na GPW. W 2013 r. spółka stała się niewypłacalna i w toku postępowania upadłościowego prowadzonego na podstawie przepisów amerykańskiego federalnego prawa upadłościowego „anulowano” wszystkie jej akcje notowane na GPW. W konsekwencji Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. wycofał te akcje z systemu depozytowego. Zob. K. Kucharczyk: *Nieświęte prawo własności*, 18 czerwca 2013 r., <http://www.parkiet.com/artukul/1326167.html> (dostęp: 31 marca 2017 r.).

wości co do zasady²⁴⁴. W szczególności art. 73 dyrektywy prawa spółek pozwala obniżyć kapitał zakładowy bez decyzji walnego zgromadzenia, jeżeli obniżenie to wynika z orzeczenia sądu. Orzeczenie mogłoby przybrać przykładowo formę postanowienia o zatwierdzeniu układu w restrukturyzacji lub upadłości.

Ścisłe rozstrzygnięcie w oparciu o regułę absolutnego priorytetu wymaga znajomości problematyki wyceny spółek, aby móc określić relacje pomiędzy wartością różnych rodzajów kapitału spółki. Z uwagi na niedoskonałość rachunkowości wartości księgowe nie mogą bowiem służyć jako wyłączna podstawa rozstrzygnięcia. Nie mniej istotne jest precyzyjne odróżnianie różnych standardów wartości (np. rynkowa, wymienna, nominalna, likwidacyjna) oraz różnych rodzajów kapitałów (np. realny, finansowy). Dodatkowo struktura kapitałowa jest w praktyce dużo bardziej złożona, niż wskazywałby prosty podział na kapitał dłużny i własny²⁴⁵. Reguła absolutnego priorytetu, w podstawowej wersji sprowadzająca się do ostrego porządku liniowego zdefiniowanego dla rozbitcia (partycji) zbioru praw do majątku spółki, musi podlegać generalizacji, aby ująć bardziej złożone stosunki prawne. Kwestie te wykraczają jednak znacznie poza ramy niniejszego artykułu, dlatego zostały jedynie zasygnalizowane.

6. PODSUMOWANIE

Przejsie od bliżej nieokreślonej koncepcji osoby prawnej w prawie rzymskim — *universitas* — do współczesnej koncepcji spółki kapitałowej posiadającej trwałą strukturę majątkową było procesem trwającym kilkanaście wieków. Choć w literaturze podstawowa różnica pomiędzy spółkami osobowymi a kapitałowymi — ogra-

²⁴⁴ Inną rzeczą jest prawna dopuszczalność całkowitego umorzenia praw udziałowych dotychczasowych współników. W kontekście spółki akcyjnej wydaje się to problematyczne z uwagi na brak wyraźnego wdrożenia do prawa polskiego art. 77 dyrektywy prawa spółek, który pozwala obniżyć kapitał zakładowy poniżej kwoty minimalnej, jeżeli jednocześnie nastąpi podwyższenie kapitału zakładowego do kwoty minimalnej. Niemniej możliwe jest w zasadzie dowolne rozwodnienie praw udziałowych bez zgody współników (art. 169 ust. 3 i 4 pr. rest. i art. 266f pr. up.), co przy wystarczającym stopniu rozwodnienia jest niemal równoważne całkowitemu umorzeniu tych praw. Uzyskanie w pełni równoważnego rezultatu byłoby możliwe przykładowo za pomocą przygotowanej likwidacji (art. 56a ust. 1 pr. up.). W pierwszym kroku wierzyciele zawiązują spółkę celową (SPV). Następnie składają wniosek o zatwierdzenie sprzedaży całego majątku upadłej spółki na rzecz SPV. Uzyskana cena sprzedaży jest następnie przeznaczana na spłatę wierzycieli w ramach upadłości. W rezultacie wspólnicy nic nie otrzymują, zaś przedsiębiorstwo spółki działa dalej pod szyldem SPV kontrolowanej przez wierzycieli.

²⁴⁵ Przykładowo udziały uprzywilejowane (art. 174 § 2 i 3 k.s.h.) i akcje uprzywilejowane (art. 351 § 1 i 2 k.s.h.) mogą mieć pierwszeństwo zaspokojenia przed udziałami i akcjami zwykłymi, natomiast obligacje podporządkowane (art. 22 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. poz. 238)) są spłacane po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec emitenta. Struktura kapitałowa komplikuje się dodatkowo, gdy jest rozpatrywana z punktu widzenia grupy kapitałowej działającej jako zintegrowane przedsiębiorstwo. W takim przypadku możliwe i częste jest występowanie tzw. podporządkowania strukturalnego — szerzej zob. F.J. Stark, III, J.A. Rahl, Jr., L.C. Seegers: „*Marriott risk*”: *A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth from Bondholders to Stockholders*, *Columbia Business Law Review* 1994, nr 3, s. 517, przyp. 52, gdzie opisano wykorzystanie podporządkowania strukturalnego przy transakcji spin-off, oraz J. Rosenbaum, J. Pearl: *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*, Hoboken 2009, s. 189.

niczona odpowiedzialność wspólników — jest często podkreślana przy wyjaśnianiu natury spółek kapitałowych, to nie dotyka ona istoty problemu. Ograniczona odpowiedzialność jest bowiem cechą charakterystyczną osoby prawnej w ogólności²⁴⁶, a nie spółki kapitałowej w szczególności, a znana jest co najmniej od czasów ustanowienia pryncypatu w starożytnym Rzymie. Wypracowanie koncepcji spółki posiadającej trwały kapitał wymagało w istocie rozwiązania nowych problemów, które są bardziej złożone niż problem braku odpowiedzialności wspólników. Widoczne to jest na przykładzie ograniczeń w wypłatach dywidendy. Początkowo ograniczenia te były wyłącznie przedmiotem regulacji statutowej i miały zapewnić, by spółki dysponowały wystarczającym kapitałem do kontynuowania działalności podczas pierwszej fali europejskiej kolonizacji. Ochrona praw wierzycieli pozostawała na drugim planie. W wyniku wielu rewolucji społecznych w XIX w. państwa Zachodu musiały zmierzyć się z zupełnie nowymi wyzwaniem. Zaczęto wówczas wprowadzać ustawowe zakazy wypłacania dywidend z kapitału. Nie rozwiązywało to jednak wszystkich rodzajów nadużyć przeciwko wierzycielom. Prawo spółek stało więc przed pytaniem dotyczącym sposobu, w jaki powinni być chronieni wierzyciele spółki kapitałowej — pytaniem, które tradycyjnie nie należało do podstawowych problemów prawa spółek, ale raczej do szeroko rozumianego prawa handlowego. Wyraźne uznanie pierwszeństwa wierzycieli do majątku spółki nastąpiło pod wpływem nadużyć występujących w praktyce funkcjonowania coraz większej liczby spółek kapitałowych w obrocie. Znalazło to wyraz w regule absolutnego priorytetu, która stanowi koncepcję unifikującą w logiczną całość różnorodne instrumenty chroniące prawa wierzycieli spółek, jednocześnie czyniąc zbędnym odróżnienie zysku od kapitału (w tym zakładowego).

Prześledzenie rozwoju zasad ochrony wierzycieli spółek pozwala zrozumieć rolę kapitału zakładowego, która ulega zmianie na późniejszym etapie funkcjonowania przedsiębiorstwa — przestaje on być funduszem startowym i zamiast staje się „przede wszystkim instrumentem ograniczenia kwoty, która może być przeznaczona do podziału pomiędzy wspólników”²⁴⁷. Analogiczna ewolucja nastąpiła w odniesieniu do rozumienia przez jurysprudencej funkcji kapitału zakładowego w toku

²⁴⁶ Odmienne H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire: *Law and the Rise...*, *op. cit.*, s. 1338–1343, którzy proponują, by rozstrzygnięcie, czy dany podmiot jest osobą prawną (ang. *legal entity*), było dokonywane w oparciu o samą koncepcję pierwszeństwa zaspokojenia wierzycieli tej osoby z jej majątku przed wierzycielami osobistymi członków tej osoby prawnej (ang. *entity shielding*). Ograniczoną odpowiedzialność członków uznają oni za kwestię drugorzędą. W oparciu o te założenia autorzy ci stwierdzają, że spółka jawna jest osobą prawną zgodnie z prawem anglo-amerykańskim. Prawo polskie różni się w tym względzie, ponieważ wymaga ono przepisu szczególnego nadającego osobowość prawną (art. 33 k.c.), a jednocześnie co do zasady przewiduje nieograniczoną odpowiedzialność członków jednostki nieposiadającej osobowości prawnej (art. 33¹ § 2 k.c.).

²⁴⁷ M. Żurek: *W poszukiwaniu optymalnego modelu regulacji struktury majątkowej spółki z o.o. — ujęcie prawno-ekonomiczne*, Przegląd Prawa Handlowego 2016, nr 5, s. 35. Por. również A. Opalski: *Prawo zgrupowań...*, *op. cit.*, s. 386–387: „[...] **pierwszoplanowe znaczenie przypada nie tyle instytucji kapitału zakładowego jako takiej, co ograniczeniom dysponowania majątkiem spółki na rzecz wspólników i akcjonariuszy**”. W doktrynie amerykańskiej stwierdza się wręcz, że jedynym celem kapitału zakładowego jest ochrona wierzycieli spółki przed jej wspólnikami — C.A. Peterson, N.W. Hawker: *Does Corporate Law Matter?...*, *op. cit.*, s. 198.

kilkusetletniej historii funkcjonowania spółek kapitałowych. Obecnie już mało kto przypisuje istotną rolę minimalnej kwocie kapitału zakładowego. Główna funkcja tej instytucji — ograniczanie wypłat na rzecz wspólników — może być jednak spełniana przez zupełnie inne niż kapitał zakładowy instytucje prawne, co pokazuje przykład rozwoju prawa amerykańskiego. Amerykańskie podejście do ochrony praw wierzycieli obecnie opiera się nie na sformalizowanych mechanizmach *ex ante* prawa spółek, lecz na elastycznych mechanizmach *ex post* nawiązujących do *actio pauliana in factum concepta*²⁴⁸. Mechanizmy te są częścią zarówno tego, co nazwalibyśmy prawem cywilnym w polskim systemie prawnym, jak i tego, co nazwać można prawem insolwencyjnym, na które w Polsce składa się prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne.

Należy podkreślić, że jednoznaczne rozstrzygnięcia w obrębie historii finansów korporacyjnych są obarczone znacznym ryzykiem błędu z uwagi na stosunkowo mało rozwiniętą literaturę przedmiotu²⁴⁹, a także szczegółowość i różnorodność rozwiązań prawnych służących w różnych systemach prawnych temu samemu celowi, tj. ochronie praw wierzycieli spółek. Ścisły związek omawianej problematyki z prawem bilansowym i upadłościowym tworzy dodatkowe trudności analityczne, gdyż zasady ochrony wierzycieli stanowią złożony system norm, na który składa się kilka różnych gałęzi prawa. Ma to również implikacje dla badań prawa pozytywnego: ograniczanie analizy do prawa spółek uniemożliwia porównanie stopnia ochrony prawnej wierzycieli spółek w różnych państwach, ponieważ te same funkcje pełnić mogą — niejednokrotnie dużo skuteczniej — inne gałęzie prawa. Rodzi to istotne pytania o właściwą domenę prawa spółek — czy aby na pewno jest nią ochrona praw wierzycieli? Problematyka ta wykracza jednak znacznie poza ramy niniejszego artykułu i powinna zostać poddana szerszej dyskusji naukowej²⁵⁰.

BIBLIOGRAFIA

1. LITERATURA

Acheson G.G., Turner J.D., Ye Q.: *The character and denomination of shares in the Victorian equity market*, *The Economic History Review* 2012, nr 3 (65), s. 862–886.

²⁴⁸ D.42.8.10.pr. *in fine* (Ulpian, 73 ad edictum). Tezę o kluczowej roli skargi pauliańskiej w tym kontekście obszernie uzasadniał A. Engert: *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law* (w:) *Legal Capital in Europe*, ed. M. Lutter, Berlin 2006, s. 646–694.

²⁴⁹ Por. P. Muchlinski: *The Development...*, *op. cit.*, s. 341–342.

²⁵⁰ Problem ten omawiałem w: D. Kędzierski: *W sprawie właściwej domeny prawa spółek kapitałowych*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2017, nr 10, s. 53–58.

- Ardern D., Aiken M.: *An Accounting History of Capital Maintenance: Legal Precedents for Managerial Autonomy in the United Kingdom*, *Accounting Historians Journal* 2005, nr 1 (32), s. 23–60.
- Baird D.G., Rasmussen R.K.: *Chapter 11 at Twilight*, *Stanford Law Review* 2003, nr 3 (56), s. 673–699.
- Berle A.A., Jr., Means G.C.: *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1936.
- Blackstone W.: *Commentaries on the Laws of England. Book the First*, Oxford 1765.
- Blumberg P.: *Limited Liability and Corporate Groups*, *The Journal of Corporation Law* 1986, nr 4 (11), s. 573–631.
- Borker D.R.: *Is There A Favorable Cultural Profile For IFRS?: An Examination And Extension Of Gray's Accounting Value Hypotheses*, *International Business & Economics Research Journal* 2013, nr 2 (12), s. 167–177.
- Braudel F.: *Civilization and Capitalism: 15th–18th Century*, Vol. II, *The Wheels of Commerce*, tłum. S. Reynolds, London 1983.
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F.: *Principles of Corporate Finance*, New York 2010.
- Brenner R.: *Merchants and Revolution: Commercial Change, Political Conflict, and London's Overseas Traders, 1550–1653*, London 2003.
- Brunstad G.E., Sigal M.: *Competitive Choice Theory and the Unresolved Doctrines of Classification and Unfair Discrimination in Business Reorganizations Under the Bankruptcy Code*, *The Business Lawyer* 1999, nr 1 (55), s. 1–80.
- Child J.: *A New Discourse of Trade*, Glasgow 1751.
- Commons J.R.: *Value in Law and Economics (w:) Law: A century of progress, 1835–1935. Contributions in celebration of the 100th anniversary of the founding of the School of law of New York University*, Vol. 2, *Public Law and Jurisprudence*, ed. A. Reppy, New York 1937, s. 332–345.
- Corey G.S., Marr M.W., Jr., Spivey M.F.: *Are Bondholders Owed A Fiduciary Duty?*, *Florida State University Law Review* 1991, nr 4 (18), s. 971–993.
- Countryman V.: *A History of American Bankruptcy Law*, *Commercial Law Journal* 1976, nr 6 (81), s. 226–232.
- Couwenberg O., Lubben S.J.: *Corporate Bankruptcy Tourists*, *The Business Lawyer* 2015, nr 3 (70), s. 719–745.
- Culhane D.R.: *Substantive Consolidation and Nondebtor Entities: The Fight Continues*, *Pratt's Journal of Bankruptcy Law* 2011, nr 6 (7), s. 514–521.
- Davis J.S.: *Essays in the earlier history of American corporations. Number IV: Eighteenth century business corporations in the United States*, Cambridge 1917.
- Dąbrowski D.: *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Warszawa 2010.
- de Roover R.: *The Medici Bank: Its Organization, Management, Operations, and Decline*, New York 1948.

- de Roover R.: *The Rise and Decline of the Medici Bank: 1397–1494*, Cambridge 1963.
- de Vries J.: van der Woude A.: *The First Modern Economy: Success, failure, and perseverance of the Dutch economy, 1500–1815*, Cambridge 2010.
- Dibadj R.: *Compagnie des Indes: Governance and Bailout* (w:) *Origins of Shareholder Advocacy*, ed. J.G.S. Koppella, New York 2011, s. 169–186.
- Dickinson K.H.: *Partners in a corporate cloak: the emergence and legitimacy of the incorporated partnership*, *The American University Law Review* 1984, nr 3 (33), s. 559–600.
- Duff P.W.: *Personality in Roman Private Law*, New York 1971.
- Edwards J.D.: *History of public accounting in the United States*, East Lansing 1960.
- Eierle B.: *Differential reporting in Germany — A historical analysis*, *Accounting, Business & Financial History* 2005, nr 3 (15), s. 279–315.
- Ellis J.R., Sayre C.L.: *Trust-Fund Doctrine Revisited: Part I*, *Washington Law Review and State Bar Journal* 1949, nr 1 (24), s. 44–54.
- Ellis J.R., Sayre C.L.: *Trust-Fund Doctrine Revisited: Part II*, *Washington Law Review and State Bar Journal* 1949, nr 2 (24), s. 134–145.
- Engert A.: *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law* (w:) *Legal Capital in Europe*, ed. M. Lutter, Berlin 2006, s. 646–694.
- Erdem Şişmangil H.: *Creditor Protection in Private Equity-Backed Leveraged Buy-out and Recapitalisation Practices: A Comparative Analysis of Company and Insolvency Law Mechanisms in England, Germany and Turkey*, Berlin 2014.
- Franczak Ł.: *Teoria spółki akcyjnej — charakter i znaczenie prawa akcyjnego dla ustroju spółki i praw akcjonariuszy*, niepublikowana rozprawa doktorska, marzec 2015.
- Fohlin C.: *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge 2007.
- Fohlin C.: *The History of Corporate Ownership and Control in Germany* (w:) *A History of Corporate Governance around the World*, ed. R.K. Morck, Chicago 2007, s. 223–281.
- Frąckowiak J.: *Demontaż spółki z o.o. czy nowy rodzaj spółki kapitałowej — uwagi na tle proponowanej nowelizacji kodeksu spółek handlowych*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2011, nr 6, s. 5–15.
- Freedland F.: *History of Holding Company Legislation in New York State: Some Doubts as to the "New Jersey First" Tradition*, *Fordham Law Review* 1995, nr 3 (24), s. 369–411.
- Gianaris W.N.: *Weighted Voting in the International Monetary Fund and the World Bank*, *Fordham International Law Journal* 1990, nr 4 (14), s. 910–945.
- Gilbert J.S.: *Substantive Consolidation in Bankruptcy: A Primer*, *Vanderbilt Law Review* 1990, nr 1 (43), s. 207–243.

- Goetzmann W.N., Pouget S.: *A Shareholder Lawsuit in Fourteenth-Century Toulouse* (w:) *Origins of Shareholder Advocacy*, ed. J.G.S. Koppell, New York 2011, s. 215–230.
- González de Lara Y.: *Litigation Plus Regulation: The Protection of Investor Rights in Late-Medieval Venice* (w:) *Origins of Shareholder Advocacy*, ed. J.G.S. Koppell, New York 2011, s. 101–122.
- Gower L.C.B.: *The English Private Company*, Law and Contemporary Problems 1953, nr 4 (18), s. 535–545.
- Hansman H., Kraakman R., Squire R.: *Law and the Rise of the Firm*, Harvard Law Review 2006, nr 2 (119), s. 1335–1403.
- Harris R.: *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862–1907*, Oxford Journal of Legal Studies 2013, nr 2 (33), s. 339–378.
- Heckscher E.F.: *Mercantilism*, London 1994.
- Hoggson N.F.: *Banking through the ages*, New York 1926.
- Holzer H.P., Rogers W.: *The origins and developments of French costing systems (as reflected in published literature)*, The Accounting Historians Journal 1990, nr 2 (17), s. 57–71.
- Hooft K.: *The Financial Assistance Prohibition: Origins, Evolution, and Future*, European Company Law 2011, nr 4 (8), s. 157–160.
- Howard S.E.: *Stockholders' Liability Under the New York Act of March 22, 1811*, Journal of Political Economy 1938, nr 4 (46), s. 499–514.
- Hu H.T.C., Westbrook J.L.: *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, Columbia Law Review 2007, nr 6 (107), s. 1321–1403.
- Jefferys J.B.: *The Denomination and Character of Shares, 1855–1885*, The Economic History Review 1946, nr 1 (16), s. 45–55.
- Johansson C., Svensson A.: *A true and fair view: harmonization of the accounting*, European Journal of Management 2008, nr 2 (8), s. 104–111.
- Jones M.: *American Immigration*, Chicago 1992.
- Kehl D.: *The Origin and Early Development of American Dividend Law*, Harvard Law Review 1939, nr 1 (53), s. 36–67.
- Kędzierski D.: *W sprawie właściwej domeny prawa spółek kapitałowych*, Przegląd Prawa Handlowego 2017, nr 10, s. 53–58.
- Knight F.H.: *Risk, Uncertainty, and Profit*, New York 1964.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D.: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken 2010.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.: *The Economic Consequences of Legal Origins*, Journal of Economic Literature 2008, nr 2 (46), s. 285–332.
- Lauwers L., Willekens M.: *Five Hundred Years of Bookkeeping: A Portrait of Luca Pacioli*, Tijdschrift voor Economie en Management 1994, nr 3 (39), s. 289–304.

- Lemarchand Y.: *The dark side of the result: self-financing and accounting choices within nineteenth-century French industry* (w:) *Accounting in France/La comptabilité en France: Historical Essays/Etudes Historiques*, eds. Y. Lemarchand, R.H. Parker, Abingdon 2014, s. 127–149.
- Lipson E.: *The Economic History of England*, Vol. I, *The Middle Ages*, London 1929.
- Lipson E.: *The Economic History of England*, Vol. III, *The Age of Mercantilism*, London 1931.
- Lipton P.: *The Mythology of Salomon's Case and the Law Dealing with the Tort Liabilities of Corporate Groups: An Historical Perspective*, Monash University Law Review 2014, nr 2 (40), s. 452–487.
- Lopez R.S.: *The Commercial Revolution of the Middle Ages: 950–1350*, Cambridge 1995.
- Lubben S.J.: *No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context*, American Bankruptcy Law Journal 2009, nr 4 (83), s. 531–547.
- Lubben S.J.: *Resolution, Orderly and Otherwise: B of A in OLA*, University of Cincinnati Law Review 2013, nr 2 (81), s. 485–519.
- Lubben S.J.: *Corporate Finance*, New York 2014.
- Malberti C.: *Shareholders' Rights in the Early Italian Companies: Agency Problems and Legal Strategies* (w:) *Origins of Shareholder Advocacy*, ed. J.G.S. Koppell, New York 2011, s. 145–168.
- McDaniel M.W.: *Bondholders and Stockholders*, The Journal of Corporation Law 1988, nr 2 (13), s. 205–315.
- McKenna C.D.: *The World's Newest Profession: Management Consulting in the Twentieth Century*, Cambridge 2006.
- Mitchell W.: *An Essay on the Early History of the Law Merchant*, Cambridge 1904.
- Modigliani F., Miller M.H.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review 1958, nr 3 (43), s. 261–297.
- Muchlinski P.: *The Development of German Corporate Law Until 1990: An Historical Reappraisal*, German Law Journal 2013, nr 2 (14), s. 339–379.
- Mülbert P.O., Birke M.: *Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?*, European Business Organization Law Review 2002, nr 3, s. 695–732.
- Nobes C., Parker R.: *Comparative International Accounting*, Harlow 2010.
- Opalski A.: *Kapitał zakładowy. Zysk. Umorzenie*, Warszawa 2002.
- Opalski A.: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, Kwartalnik Prawa Prywatnego 2004, z. 2, s. 435–509.

- Opalski A.: *Umorzenie akcji spółki publicznej — zagadnienia wybrane*, Monitor Prawa Handlowego 2011, nr 2, s. 9–18.
- Opalski A.: *Prawo zgrupowań spółek*, Warszawa 2012.
- Opalski A. (w.): *System prawa prywatnego*, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2016.
- Opalski A. (w.): *Kodeks spółek handlowych*, t. IIIA, *Spółka akcyjna. Komentarz do art. 301–392*, pod red. A. Opalskiego, Warszawa 2016.
- Otteson C.: *Current Application of the Trust Fund Doctrine in Texas*, *Baylor Law Review* 2003, nr 1 (55), s. 313–334.
- Peterson C.A., Hawker N.W.: *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, *Akron Law Review* 1997, nr 2 (31), s. 175–227.
- Pistor K., Keinan Y., Kleinheisterkamp J., West M.D.: *The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison*, *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 2002, nr 4 (23), s. 791–871.
- Radwan A.: *Sens i nonsens kapitału zakładowego — przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych* (w:) *Europejskie prawo spółek*, t. II, *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, pod red. M. Cejmera, J. Napierały, T. Sójki, Kraków 2005, s. 23–100.
- Reich N.: *Die Entwicklung des deutschen Aktienrechtes im neunzehnten Jahrhundert*, *Ius Commune* 1969, nr II, s. 239–276.
- Richter T.: *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, *European Company & Financial Law Review* 2009, nr 2/3 (6), s. 358–369.
- Robertson J., Funnell W.: *The Dutch East-India Company and accounting for social capital at the dawn of modern capitalism 1602–1623*, *Accounting, Organizations and Society* 2012, nr 37, s. 342–360.
- Romanowski M.: *W sprawie przyszłości europejskiego prawa spółek*, *Studia Prawa Prywatnego* 2011, nr 2, s. 3–32.
- Rosenbaum J., Pearl J.: *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*, Hoboken 2009.
- Rosenthal J.B.: *The corporate “trust fund” doctrine is alive and well in Ohio*, *Ohio Lawyer* 2012, nr 7–8, s. 24–25.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.: *Corporate Finance*, New York 2012.
- Rozwadowski W.: *Prawo rzymskie. Zarys wykładu wraz z wyborem źródeł*, Poznań 1992.
- Schulz F.: *Principles of Roman Law*, tłum. M. Wolff, Oxford 1936.
- Schumpeter J.: *History of Economic Analysis*, London 1994.
- Scott W.R.: *The constitution and finance of English, Scottish and Irish joint-stock companies to 1720*, Vol. I, *The general development of the joint-stock system to 1720*, Cambridge 1912.

- Stark F.J., III, Rahl J.A., Jr., Seegers L.C.: „Marriott risk”: *A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth from Bondholders to Stockholders*, Columbia Business Law Review 1994, nr 3, s. 503–587.
- Steele C.R.: *Cross-Border Insolvency: Substantive Consolidation and Non-Main Proceedings*, Pratt’s Journal of Bankruptcy Law 2011, nr 4 (7), s. 307–329.
- Strampelli G.: *The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value accounting on companies’ capital*, European Company and Financial Law Review 2011, nr 1, s. 1–29.
- Szmid K.: *Natura spółki akcyjnej jako delimitacja zasady swobody umów w prawie polskim i amerykańskim*, Warszawa 2015.
- Tabb C.J.: *The History of Bankruptcy Laws in the United States*, American Bankruptcy Institute Law Review 1995, nr 5 (3), s. 5–51.
- Todd G.: *Some Aspects of Joint Stock Companies*, The Economic History Review 1932, nr 1 (4), s. 46–71.
- Tung F.: *Before Competition: Origins of the Internal Affairs Doctrine*, The Journal of Corporation Law 2006, nr 1 (32), s. 33–101.
- von Nordenflych A.: *The Great Expropriation: Interpreting the Innovation of “Permanent Capital” at the Dutch East India Company (w:) Origins of Shareholder Advocacy*, ed. J.G.S. Koppell, New York 2011, s. 89–100.
- Wang S.E.: *Investing Abroad: Regulation S and U.S. Retail Investment in Foreign Securities*, University of Miami Business Law Review 2002, nr 2 (10), s. 329–391.
- Wormser I.M.: *Frankenstein, Incorporated*, New York 1931.
- Youngblood A.J.: *Trust Fund Doctrine*, University of Detroit Bi-Monthly Law Review 1930, nr 2 (14), s. 109–125.
- Żurek M.: *W poszukiwaniu optymalnego modelu regulacji struktury majątkowej spółki z o.o. — ujęcie prawnno-ekonomiczne*, Przegląd Prawa Handlowego 2016, nr 5, s. 29–39.

2. INNE ŹRÓDŁA (RAPORTY, MATERIAŁY PRASOWE, KONFERENCYJNE I ROBOCZE, ŹRÓDŁA INTERNETOWE)

- Application for inclusion on the World Heritage List: The Historical industrial landscape of the Great Copper Mountain in Falun, Sweden, <http://whc.unesco.org/uploads/nominations/1027.pdf> (dostęp: 31 marca 2017 r.).
- Day R.G.: *UK Accounting Regulation: An Historical Perspective*, School of Finance & Law Working Paper Series No. 20.
- Fülbier R.U., Klein M.: *Financial accounting and reporting in Germany: A case study on German accounting tradition and experiences with the IFRS adoption*,

- Bayreuther Arbeitspapiere zu Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern, No. 2013–01.
- Heidhues E., Patel C.: *Convergence of Accounting Standards in Germany: Biases and Challenges*, Proceedings of the 10th International Conference on Accounting & Business 2008, Shanghai East China University of Science & Technology 2008.
- Hilt E.: *Corporation Law and the Shift toward Open Access in the Antebellum United States*, NBER Working Paper No. 21195, maj 2015.
- Kucharczyk K.: *Nieświęte prawo własności*, 18 czerwca 2013 r., <http://www.parkiet.com/artukul/1326167.html> (dostęp: 31 marca 2017 r.).
- le Bris D., Goetzmann W.N., Pouget S.: *The Development of Corporate Governance in Toulouse 1372–1946*, 3 marca 2016 r., <https://ssrn.com/abstract=2631178> (dostęp: 31 marca 2017 r.).
- Lubben S.J.: *The Overstated Absolute Priority Rule*, 20 marca 2015 r., <http://ssrn.com/abstract=2581639> (dostęp: 31 marca 2017 r.).
- Magill M.J.P., Quinzii M., Rochet J.C.: *A Critique of Shareholder Value Maximization*, Swiss Finance Institute Research Paper Series No. 13–16, 26 marca 2013 r.
- O’Gorman K.: *Remembering the Concept of the Corporation*, referat wygłoszony podczas Stanford/Yale Junior Faculty Forum, 29 maja 2009 r.
- Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, ed. J. Rickford, European Business Law Review 2004, nr 4 (15), s. 919–1027.
- Rochat J.: *The various uses of law: The société anonyme in France, 1807–1867*, referat przygotowany na VIII konferencję European Historical Economics Society, która odbyła się w Genewie 3–6 września 2009 r.
- Rodrik D.: *Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?*, styczeń 2006 r., <https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/Goodbye-Washington.pdf> (dostęp: 31 marca 2017 r.).
- U.S. Census Bureau: *2000 Census of Population and Housing, Population and Housing Unit Counts*, PHC-3-1, United States Summary, Washington 2004.
- United Nations Commission on International Trade Law: *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law. Part three: Treatment of enterprise groups in insolvency*, New York 2012.
- White S.: *Sawiris loses Wind Hellas as bondholders take over*, Reuters 18 października 2010 r., <http://uk.reuters.com/article/wind-hellas-idUKLDE69H1EX20101018> (dostęp: 31 marca 2017 r.).

DAWID VAN KĘDZIERSKI

THE ORIGINS OF CORPORATE CREDITOR
PROTECTION MECHANISMS

S u m m a r y

This article presents the origins of corporate creditor protection mechanisms in the Western legal tradition. It begins with Roman law and its conception of corporate juristic persons (*universitas*). The Medieval institutions of law merchant (*lex mercatoria*), guilds, and mining and banking businesses are presented as containing the elements of modern corporations. An extensive discussion of the developments in the modern period, including the Atlantic and industrial revolutions, reveals the complex background surrounding joint-stock companies and issues that arise from introduction of their financial instruments to trading on public stock exchanges. The historical analysis ends with a discussion of contemporary trends that affect the rules designed to protect creditors of corporations, such as accounting, valuation, and asset partitioning within corporate groups.

The author traces creditor protection rules to the separation of capital and profits. This separation is shown to create material issues in accounting and, by extension, in corporate law. Initially, creditor protections rules were either non-existent or rudimentary in form. More sophisticated formulations of those rules appear to have emerged as a response to the rapid liberalization of corporate law with the introduction of “freedom of incorporation”. The article concludes by putting creditor protection in perspective by linking it back to modern theories of capital structure and priority of property rights. The absolute priority rule developed in American case law serves as a simplified model that enables a logical reconstruction and justification of corporate creditor protection mechanisms.