

Regulacja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy – uwagi *de lege ferenda*

dr Arkadiusz Radwan*

Wprowadzenie do polskiego porządku prawnego instytucji przymusowego wykupu akcji wywołało w doktrynie burzliwą dyskusję przede wszystkim pod kątem jej konstytucyjnej legalności oraz zgodności z naturą spółki akcyjnej¹. Tymczasem wymienione zagadnienia należą akurat do tych nielicznych kwestii, które na gruncie obecnej regulacji nie powinny budzić wątpliwości. Inaczej sprawa przedstawia się w odniesieniu do konkretnego kształtu instytucji *squeeze-out* w Kodeksie spółek handlowych. W tym zakresie obowiązująca regulacja wykazuje szereg słabych punktów i to na kilku płaszczyznach.

Uwagi wprowadzające

Ustawodawca polskiego KSH słusznie zdecydował się na wprowadzenie instytucji przymusowego wykupu akcji przyczyniając tym samym do uatrakcyjnienia polskiego systemu prawa spółek i nawiązując do pewnego standardu, o jakim można mówić analizując stopień rozpowszechnienia regulacji *squeeze-out* w ustawodawstwach poszczególnych państw europejskich².

Regulacja zawarta w art. 418 KSH obarczona jest jednak szeregiem mankamentów, które łącznie uzasadniają gruntowną rewizję unormowania tytułowej instytucji. Mankamenty te dotyczą aspektów systemowych, zagadnień ochrony drobnych akcjonariuszy ustępujących ze spółki oraz innych szczegółowych kwestii.

Zagadnienia systemowe

Za wątpliwy od strony jurydycznej uznać należy tryb przeprowadzenia przymusowego wykupu, który na gruncie KSH wymaga kwalifikowanej uchwały walnego zgromadzenia (art. 418 § 1 KSH). Rozwiązanie to jest jurydycznie niepoprawne. *Squeeze-out* nie należy bowiem do kategorii wewnętrznych spraw spółki, ponieważ nie wiąże się ze zmianami strukturalnymi czy kapitałowymi, nie pociąga za sobą zmiany statutu, nie powoduje nawiązania stosunku zależności, ani nie dotyczy rozporządzenia majątkiem spółki³. Jedynym następstwem przeprowadzenia przymusowego wykupu jest zmiana w strukturze akcjonariatu. Przymusowy wykup powinien być zatem postrzegany jedynie na płaszczyźnie relacji pomiędzy akcjonariuszami⁴, i to takich relacji, które mają miejsce „poza spółką”. Okoliczność ta powinna znajdować odzwierciedlenie w regulacji prawnej. Należy zauważyć, iż nakład związany ze zwołaniem i przygotowaniem walnego zgromadzenia, które w sytuacji, kiedy z uwagi na proporcje kapitałowe pozytywny wynik głosowania jest już z góry przesądzony, redukuje się do roli kosztownego *final handshake*⁵. Zastrzeżenie własności walnego zgromadzenia nie jest również konieczne z punktu widzenia zagwarantowania ochrony prawnej ustępującym akcjonariuszom, czego dowodem są rozwiązania przyjęte w większości państw europejskich, które nie przewidują w ogóle uchwały walnego zgromadzenia jako przesłanki *squeeze-out*⁷.

Z przebadanych przez mnie systemów zastrzeżenie własności walnego zgromadzenia przewiduje jedynie prawo niemieckie. W Wielkiej Brytanii i we Włoszech procedura przymusowego wykupu odbywa się poprzez jednostronne oświadczenie akcjonariusza przejmującego. Zbliżony model przyjęto w prawie belgijskim i francuskim, gdzie dodatkowo konieczny jest udział organu nadzoru giełdowego, tj. odpowiednio *Commission Bancaire et Financière/Commissie voor het Bank- en Financiewezen* i *Conseil des Marchés Financiers*. W Holandii i Szwajcarii *squeeze-out* dokonuje się natomiast w drodze orzeczenia sądowego.

* Autor jest doktorem nauk prawnych Uniwersytetu Jagiellońskiego, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, Rechtszentrum für Europäische und Internationale Zusammenarbeit (R.I.Z.) Kolonia

¹ Przeciwko dopuszczalności *squeeze-out* zob. P. Bielski, Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej, PPH Nr 11/2001, s. 11–19; J. Frąckowiak [w:] K. Kruczałak (red.), Kodeks spółek handlowych. Komentarz, Warszawa 1996; W. Gonitarski, Na wycisk. Kapitalizm klasowy w Kodeksie spółek handlowych, „Rzeczpospolita” z 6.5.2002; K. Kohutek, Przymusowy wykup akcji w Kodeksie spółek handlowych, Kraków 2002, s. 24 i nast.; Za dopuszczalnością instytucji zob. O. Lipińska, Ochrona spółki akcyjnej przed nadużywaniem praw wynikających z akcji, PPH Nr 7/2002, s. 40–48; A. Szumański, Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy, PPH Nr 11/2001, s. 1–10; A. Szumański, Prymat kapitału nad osobą, „Rzeczpospolita” z 14.2.2001 r.; R.T. Stroiński, Cele oraz ryzyka przymusowego wykupu akcji w Kodeksie spółek handlowych, PPH Nr 12/2001, s. 19–28; J. Warchol, Własność bez aureoli, „Rzeczpospolita” z 14.6.2002 r.

² W literaturze polskiej zob. A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy w polskim i europejskim prawie spółek. Część I. Zagadnienia systemowe i proceduralne, – ukaże się wkrótce w PUG pkt. VI.3; Tenże, Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy w prawie brytyjskim na tle regulacji polskiego KSH, PPH Nr 1/2003, s. 41; J. Warchol, Regulacja instytucji *squeeze-out* i *reverse squeeze-out* w Unii Europejskiej, PPH Nr 12/2002, s. 32–39.

³ Zob. A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja..., pkt. VI.3; A. Radwan, Przymusowy wykup..., *op. cit.*; Por. na gruncie prawa niemieckiego E. Vetter, *Squeeze-out* nur durch Hauptversammlungsbeschluss?, Der Betrieb (DB) 2001, s. 743–747; E. Vetter, *Squeeze-out* in Deutschland, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2000, s. 1819–1821.

⁴ Zob. A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja..., pkt. VI.3.

⁵ Określeniem tym posłużył się T. Drygala, Die Vorschläge der SLIM-Arbeitsgruppe zur Vereinfachung des Europäischen Gesellschaftsrechts, Die Aktiengesellschaft (AG) 2001, s. 293.

⁶ Szerzej na ten temat zob. A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja..., *op. cit.*, pkt. VI 2.

⁷ Por. Rozdział 5 w przepisach KSH dotyczących spółki z ograniczoną odpowiedzialnością.

Równie dyskusyjne jest systemowe umiejscowienie regulacji *squeeze-out* w oddziale 3 rozdziału 3 regulacji spółki akcyjnej, tj. przepisów o walnym zgromadzeniu. Po pierwsze, jak wykazano powyżej, już samo powierzenie walnemu zgromadzeniu decyzji o przeprowadzeniu przymusowego wykupu wywołuje wątpliwości. Po drugie wykluczenie akcjonariusza jest specyficznym i w porównaniu z kompetencyjno-organizacyjnymi zagadnieniami uregulowanymi w ramach rozdziału 3 zupełnie odrębnym zagadnieniem, co sugerowałoby umieszczenie kompleksowej regulacji instytucji w ramach odrębnej jednostki redakcyjnej, tj. osobnego rozdziału⁸.

Zupełnie niezrozumiałe jest ograniczenie przymusowego wykupu do spółek niepublicznych (art. 418 § 4 KSH). Rozwiązanie to, komparatystycznie zupełnie egzotyczne⁹, nie daje się usprawiedliwić żadnymi przekonującymi argumentami. Jest ono również wątpliwe systemowo, ponieważ to właśnie drobni akcjonariusze spółek publicznych wykazują luźniejszy związek ze spółką aniżeli ma to miejsce w spółkach niepublicznych. Jeśli zatem instytucja *squeeze-out* zakłada traktowanie akcjonariusza przede wszystkim jako inwestora, wówczas założenie to jest bardziej prawdziwe właśnie w odniesieniu do spółek publicznych. Rozwijając tę myśl należy zauważyć, że skoro w dyskusji nad konstytucyjnością przymusowego wykupu na usprawiedliwienie wprowadzenia *squeeze-out* przytacza się kapitałowy charakter spółki akcyjnej⁹, to oczywistością jest, że bardziej kapitałowa jest właśnie spółka publiczna¹⁰.

Z ww. zagadnieniem wiąże się brak harmonizacji z prawem o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹¹. Ponieważ ustawa dopuszcza *squeeze-out* jedynie w odniesieniu do spółek niepublicznych, przeprowadzenie „wyciśnięcia” w spółce publicznej pociągnie za sobą konieczność wycofania spółki z publicznego obrotu w trybie art. 86 PrPapW, co z kolei wiąże się z obowiązkiem przeprowadzenia czaso- i kosztochłonnego publicznego wezwania w trybie art. 151–153, 155–157 w zw. z art. 86 ust. 4 PrPapW. Oprócz wątpliwości związanych z samą racjonalnością takiego rozwiązania wskazać należy na istnienie dualizmu prawnego w zakresie sposobu ustalania ceny wykupu na podstawie art. 155 PrPapW oraz art. 417 § 1 KSH, nie mówiąc już o wątpliwościach związanych ze stosowaniem tego ostatniego przepisu w odniesieniu do spółek, których akcje zostały wycofane z publicznego obrotu bezpośrednio przed i w związku z przeprowadzeniem *squeeze-out*¹².

Zagadnienia ochrony ustępujących akcjonariuszy

Za minus regulacji zawartej w KSH uznać należy brak należytą ochrony na wypadek nadużyć instytucji przymusowego wykupu. W praktyce możliwe są bowiem tzw. operacje „kombinezowane”, polegające na przeprowadzeniu emisji akcji bez prawa poboru, połączeniu spółek albo przekształceniu danej spółki w spółkę akcyjną w celu spełnienia przesłanek określonych w art. 418 § 1 KSH. Sprzeczny z prawem cel wymienionych operacji daje się przeważnie ustalić dopiero *ex post*, co stanowi o słabości ochrony przed nadużyciami.

Obecną regulację procedury przymusowego wykupu cechuje również niewystarczający mechanizm dyscyplinu-

jący do niezwłocznego uiszczenia ceny wykupu przez akcjonariusza przejmującego. *De lege lata* uiszczenie ceny wykupu nie stanowi bowiem warunku przejścia praw z akcji na akcjonariusza wykupującego. Na ten mankament zwrócono jednak uwagę w pracach nad nowelizacją KSH, słusznie uzależniając możliwość wydania akcji któremukolwiek z nabywców od wpłaty całej ceny wykupu (łącznie ceny wszystkich akcji podlegających wykupowi)¹³.

Z punktu widzenia ochrony interesu akcjonariuszy mniejszościowych negatywnie ocenić należy brak gwarancji w zakresie udzielania informacji istotnych dla oceny wysokości ceny wykupu. Dostęp do takich informacji jest bowiem dla „wyciskanych” akcjonariuszy kluczowy z punktu widzenia wyrobienia sobie przez nich opinii w przedmiocie adekwatności ceny wykupu. Informacja taka stanowić może podstawę do zakwestionowania proponowanej ceny przejęcia. Z drugiej strony udostępnienie takiej informacji umożliwia w określonych sytuacjach przyjęcie oczywistej bezzasadności skargi akcjonariusza.

Negatywnie ocenić należy również brak regulacji prawa drobnych akcjonariuszy do wystąpienia ze spółki (*sell-out right, reverse squeeze-out*). Wspomniana instytucja stanowić powinna korelat przymusowego wykupu, w pewnym sensie rekompensując drobnym akcjonariuszom pogorszenie ich pozycji prawnej na skutek wprowadzenia regulacji *squeeze-out*. Obligatoryjnie instytucję *sell-out right* przewiduje ostatni projekt Trzynastej Dyrektywy UE o przejęciach¹⁴ (art. 15 projektu)¹⁵.

Obecnie ustawa nie reguluje sytuacji, w której akcje mające być przedmiotem przymusowego wykupu obciążone są prawem osoby trzeciej. W sytuacji takiej zachodzi pytanie o dalszy los ograniczonego prawa rzeczowego na akcji. Wydaje się, że na gruncie obowiązującego prawa należy przyjąć, iż prawo użytkowania czy zastawu na akcjach pozostaje w mocy pomimo przejścia własności akcji. Wynika to z cywilistycznej zasady zgodniej z którą zmiana po stronie podmiotowo-właścicielskiej nie powoduje ustania ograniczonego prawa rzeczowego (por. art. 311 w zw. z art. 328 KC). Oczywistym jest, że rozwiązanie takie trudno pogodzić z celem instytucji przymusowego wykupu.

⁸ W ustawodawstwach europejskich *squeeze-out* dopuszczalny jest bądź to w każdej spółce akcyjnej publicznej, jak i niepublicznej (Belgia przed nowelą z 7.5.1999 r., Holandia, Niemcy), bądź też jedynie w spółce publicznej (Belgia – po noweli z 7.5.1999 r., Francja, Wielka Brytania, Włochy, Szwajcaria).

⁹ Tak: R. T. Stroiński, Cele oraz ryzyka...*op. cit.*, s. 19; A. Szumański, Przymusowy wykup..., *op. cit.*, s. 1, 3; Tenże, Prymat kapitału nad osobą, „Rzeczpospolita” z 14.2.2001 r.

¹⁰ Zob. A. Radwan, Przymusowy wykup..., *op. cit.*, s. 46–47.

¹¹ Ustawa z 21.8.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (t. jedn.: Dz.U. z 2002 r. Nr 49, poz. 447); dalej jako: PrPapW.

¹² Zob. A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja..., *op. cit.*, pkt. V.3.

¹³ Zob. art. 1 pkt 56 c projektu ustawy o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, przewidujący nadanie nowego brzmienia obecnemu art. 418 § 3 KSH (projekt dostępny na stronie internetowej Ministerstwa Sprawiedliwości: www.ms.gov.pl); Zob. też uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część szczegółowa, s. 40–41.

¹⁴ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*, 2002/0240(COD) z 2.10.2002 r.

¹⁵ Implementacja regulacji *sell-out right* do tekstu projektu nastąpiła w wyniku uwzględnienia przez Komisję zaleceń tzw. Grupy Wintera zawartych w dokumencie z 10.1.2002 r. zatytułowanym *Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruksela 2002; Zob. rekomendacja Nr III.1 (s. 11) oraz uzasadnienie – s. 63.

Ostatni zarzut dotyczy braku uwzględniania akcji posiadanych przez podmioty zależne przy ustalaniu faktu spełnienia przesłanek kapitałowych *squeeze-out*. Akcje znajdujące się w posiadaniu takich podmiotów powinny zostać zaliczone tak po stronie czynnej (wykupujący) jak i biernej (wykupywani).

Uzasadnienie proponowanej regulacji

1. Zagadnienia systemowe

Zgodnie z charakterem instytucji przymusowego wykupu jako kwestii rozgrywającej się „poza” spółką i dotyczącej stosunku większość–mniejszość należy zerwać z błędnym jurydycznie wymogiem uchwały walnego zgromadzenia i pozostawić wszczęcie operacji „wyciskania” inicjatywie akcjonariusza głównego. W takim przypadku pozostają do dyspozycji zasadniczo dwa modele: oświadczenie prawokształtujące albo orzeczenie sądowe. Należy opowiedzieć się za pierwszym rozwiązaniem; interwencja sądu, który i tak nie ma kompetencji do badania przesłanek o charakterze materialnym, powinna zostać ograniczona jedynie do kwestii spornych. Przyjęty przeze mnie tryb występuje w ustawodawstwach angielskim¹⁶ i włoskim¹⁷. Zbliżona jest procedura znana prawu belgijskiemu i francuskiemu¹⁸.

Rozwiązanie oparte o dwa progi kapitałowe (90% większość uprawniająca, 5% mniejszość blokująca) pozwala na elastyczne podejście w zależności od struktury akcjonariatu mniejszościowego w danej spółce (skonsolidowany czy rozproszony). Jeżeli akcjonariusze mniejszościowi wykazują pasywność, wówczas możliwe jest wykupienie znajdujących się w ich rękach akcji reprezentujących do 10% kapitału zakładowego. Akcjonariusze aktywni mogą jednak zablokować skuteczność przymusowego wykupu, jeżeli samodzielnie albo łącznie dysponują co najmniej 5% kapitału spółki (art. 458a § 2). Ponieważ miarodajny jest dzień ogłoszenia wezwania (art. 458a § 4), istnienie porozumień oraz fakt kolektywnego wykonywania praw mniejszości musiały mieć miejsce przed ogłoszeniem oświadczenia o przymusowym wykupie. Oparcie przesłanek *squeeze-out* o dwa progi jest rozwiązaniem w pełni oryginalnym komparatystycznie. Postulaty zmiany tej konstrukcji¹⁹ należy ocenić negatywnie²⁰.

Proponowana regulacja zrywa z obowiązującym obecnie ograniczeniem stosowania przymusowego wykupu jedynie do spółek niepublicznych (art. 418 § 4 KSH). Ponieważ ograniczenie takie jest nie tylko nieuzasadnione, ale wręcz szkodliwe, zaprezentowany projekt nie przewiduje jakichkolwiek ograniczeń ze względu na status spółki (prywatnej bądź publicznej). Jeżeli jednak spółka jest/była spółką publiczną, wówczas okoliczność ta podlega uwzględnieniu chociażby w odniesieniu do ceny wykupu (art. 458e § 1 zd. 2 – cena minimalna, art. 458e § 2 – domniemanie adekwatności ceny wykupu).

Jednocześnie konieczne jest zharmonizowanie regulacji zawartej w KSH z postanowieniami prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Proponowana zmiana idzie w kierunku wyłączenia obowiązku przeprowadzania publicznego wezwania, który w normalnych

Propozycja normatywnego ujęcia

1. Regulacja w KSH

Art. 1. Zmiany w ustawie z 15.9.2000 r. Kodeks spółek handlowych

1) Po art. 458 dodaje się rozdział 6a w brzmieniu:

„Rozdział 6a. Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy

Art. 458a. [Przesłanki] § 1. Akcjonariusz, który posiada nie mniej niż 90% kapitału zakładowego spółki (akcjonariusz główny) może złożyć oświadczenie o wykupie akcji należących do pozostałych akcjonariuszy, posiadających nie więcej niż 5% kapitału zakładowego (drobni akcjonariusze) z zastrzeżeniem § 2. Akcje posiadane przez podmioty zależne uwzględnia się.

§ 2. Oświadczenie, o którym mowa w § 1 nie jest skuteczne wobec akcjonariuszy, którzy samodzielnie albo łącznie posiadają nie mniej niż 5% kapitału zakładowego i którzy w ciągu dwóch miesięcy od dnia ogłoszenia oświadczenia o którym mowa w § 1 złożą wobec akcjonariusza głównego oświadczenie o pozostaniu w spółce.

§ 3. Oświadczenie, o którym mowa w § 1 może także zostać złożone wspólnie przez nie więcej niż trzech akcjonariuszy, którzy łącznie spełniają wymogi określone w § 1.

§ 4. Dla ustalenia, czy progi określone w § 1 i 2 zostały osiągnięte, miarodajny jest dzień złożenia przez akcjonariusza głównego oświadczenia o którym mowa w § 1.

Art. 458b. [Oświadczenie o przymusowym wykupie i obowiązki informacyjne] § 1. Oświadczenie o którym mowa w art. 458a § 1 podlega ogłoszeniu w Monitorze Sądowym i Gospodarczym, a jeżeli spółka posiada pismo do ogłoszeń albo stronę internetową, również w tym piśmie oraz na stronie internetowej spółki.

§ 2. Oświadczenie akcjonariusza głównego powinno zawierać:

- 1) określenie firmy i siedziby akcjonariusza głównego a w przypadku osób fizycznych imię, nazwisko i adres akcjonariusza,
- 2) wykazanie, że przesłanki przymusowego wykupu zostały spełnione,
- 3) ustalenie i uzasadnienie wysokości ceny wykupu,
- 4) w przypadku określonym w art. 458a § 3 także sposób podziału akcji pomiędzy akcjonariuszy przejmujących.

§ 3. Najpóźniej od chwili ogłoszenia oświadczenia o którym mowa w art. 458a § 1 w siedzibie spółki, a jeżeli spółka posiada stronę internetową, również na tej stronie należy udostępnić akcjonariuszom do wglądu następujące dokumenty:

- 1) roczne sprawozdanie finansowe za ostatnie trzy lata obrotowe,
- 2) sprawozdanie biegłego o którym mowa w art. 458e § 3.

§ 4. Na żądanie każdego z ustępujących akcjonariuszy zarząd niezwłocznie i na koszt głównego akcjonariusza prześle kopie dokumentów o których mowa w § 2.

¹⁶ Sec. 429 Companies Act 1985; zob. na ten temat A. Radwan, Przymusowy wykup..., *op. cit.*, s. 44–45.

¹⁷ Art. 111 ust. 1 i 3 *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Testo Unico della Finanza, TU)*.

¹⁸ Zob. A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja..., pkt. VI. 2.

¹⁹ Zob. art. 1 pkt 56a projektu ustawy o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, przewidujący nadanie nowego brzmienia obecnemu art. 418 § 1 KSH.

²⁰ Zob. szerzej A. Radwan, Squeeze-out? Tak!, ale nie tak – Kilka uwag na temat planowanej nowelizacji art. 418 KSH, *Pr. Sp. Nr 4/2003*, s. 51; A. Radwan, Aktualna i przyszła regulacja..., *op. cit.*, pkt. IV. 3.

3 squeeze-out i sell-out right

§ 5. W ciągu dwóch miesięcy od ogłoszenia oświadczenia o którym mowa w art. 458a § 1 wykupywani akcjonariusze powinni złożyć w spółce swoje akcje lub dowody ich złożenia do rozporządzenia spółki. Art. 416 § 5 stosuje się odpowiednio.

Art. 458c. [Wykup częściowy] § 1. Jeżeli w spółce występują akcjonariusze mniejszościowi, których akcje nie mogą ulec wykupowi (art. 458a § 2), akcjonariusz główny może w ciągu tygodnia od powzięcia wiadomości o tym fakcie odstąpić od przeprowadzenia przymusowego wykupu.

§ 2. W przypadku, kiedy główny akcjonariusz decyduje się na przeprowadzenie wykupu mimo pozostania w spółce akcjonariuszy mniejszościowych, a akcje należące do tych akcjonariuszy nie są akcjami imiennymi, wówczas akcje te ulegają z mocy prawa przekształceniu w akcje imienne.

Art. 458d. [Wyjątki] § 1. Przymusowy wykup nie może zostać przeprowadzony, jeżeli w ciągu ostatnich 18 miesięcy w spółce albo w udziale spółki przeprowadzono:

- 1) podwyższenie kapitału z wyłączeniem prawa poboru,
- 2) połączenie,
- 3) przekształcenie, chyba że zaistnienie przesłanek o których mowa w art. 458a § 1 nie jest następstwem przeprowadzenia wymienionej operacji.

§ 2. Okoliczności wymienione w § 1 uwzględnia się na zarzut zgłoszony przed upływem terminu o którym mowa w art. 458a § 2. Art. 458c stosuje się odpowiednio.

Art. 458e. [Cena wykupu] § 1. Akcjonariusz główny ustala cenę wykupu akcji. Cena musi uwzględniać wszystkie okoliczności aktualne na dzień ogłoszenia oświadczenia o przymusowym wykupie i nie może być niższa od ceny rynkowej akcji z dnia ogłoszenia oświadczenia o przymusowym wykupie. Na żądanie akcjonariusza głównego zarząd zobowiązany jest udostępnić mu dokumenty i udzielić wszelkich informacji istotnych dla ustalenia ceny wykupu.

§ 2. Jeśli w ciągu sześciu miesięcy poprzedzających złożenie oświadczenia o wykupie wykupujący uzyskał status akcjonariusza głównego w wyniku publicznego wezwania przeprowadzonego zgodnie z przepisami ustawy z 21.8.1997 – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, wówczas domniemywa się, iż cena obowiązująca w wezwaniu jest adekwatną ceną dla przymusowego wykupu, jeżeli wezwanie skierowane było na nabycie wszystkich akcji spółki i w wyniku jego przeprowadzenia nabyto nie mniej niż 90% akcji, których wezwanie dotyczyło.

§ 3. Z wyjątkiem przypadku o którym mowa w § 2 adekwatność ceny wykupu podlega badaniu przez biegłego rewidenta wyznaczonego na wniosek akcjonariusza głównego przez sąd rejestrowy właściwy według siedziby spółki. W uzasadnionych przypadkach sąd może wyznaczyć dwóch albo większą liczbę biegłych.

okolicznościach staje się aktualny w przypadku *delistingu*, jeżeli wycofanie akcji z publicznego obrotu dokonuje się w związku z przeprowadzeniem *squeeze-out* (proponowana art. 86 ust. 4 zd. 3 PrPapW). Regulacja publicznego wezwania zawarta w art. 151 i nast. w zw. z art. 86 ust. 4 PrPapW ma bowiem na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych pozostających w spółce. W warunkach przymusowego wykupu odpada jednak cel regulacji, ponieważ istotą *squeeze-out* jest właśnie przymusowe ustąpienie drobnym akcjonariuszy.

§ 4. Do chwili uiszczenia ceny wykupu akcjonariusze ustępujący ze spółki korzystają ze wszystkich praw majątkowych i korporacyjnych wynikających z akcji.

Art. 458f. [Kontrola sądowa] § 1. Każdy akcjonariusz może w ciągu dwóch miesięcy od ogłoszenia o którym mowa w art. 458a § 1 złożyć do sądu rejestrowego wniosek o:

- 1) zbadanie, czy zachodzą przesłanki o których mowa w art. 458a § 1,
 - 2) zbadanie adekwatności i ewentualną weryfikację ceny wykupu.
- Art. 423 stosuje się odpowiednio.

§ 2. W przypadku złożenia wniosku, o którym mowa w § 1 pkt 1 akcjonariuszom ustępującym przysługują prawa wynikające z akcji aż do momentu uiszczenia ceny wykupu połączonej z ustanowieniem zabezpieczenia w wysokości odpowiadającej różnicy między ceną uprawdopodobnioną przez skarżącego a proponowaną ceną wykupu.

Art. 458g. [Prawa osób trzecich] § 1. Jeżeli akcje obciążone są prawem osoby trzeciej, prawo to wygasa z chwilą przejścia własności akcji na akcjonariusza głównego. Prawa osoby trzeciej rozciągają się wówczas na roszczenie o wypłatę ceny wykupu.

§ 2. Podmioty, którym przysługują prawa na akcjach, o których mowa w § 1 mają prawo wystąpienia z wnioskiem, o którym mowa w art. 458f.

Art. 458h. [Prawo do wystąpienia drobnym akcjonariuszy ze spółki] § 1. W sytuacji zaistnienia przesłanek określonych w art. 458a § 1 oraz art. 458a § 1 w zw. z § 3, każdemu z drobnym akcjonariuszy przysługuje prawo żądania nabycia posiadanych przez niego akcji przez akcjonariusza głównego.

§ 2. Żądanie musi być skierowane do akcjonariusza głównego w formie pisemnej. Żądanie powinno zawierać proponowaną cenę wykupu. Jeżeli akcjonariusz główny nie zgadza się na proponowaną cenę wykupu, art. 458e stosuje się odpowiednio.

§ 3. W terminie dwóch tygodni akcjonariusz główny powinien uiszczyć proponowaną cenę wykupu albo wystąpić do sądu z wnioskiem, o którym mowa w art. 458f. Art. 458f stosuje się odpowiednio."

2) Art. 418 skreśla się.

2. Dostosowanie regulacji zawartej w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi

Art. 2. W ustawie z dnia 21.8.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, w art. 86 ust. 4 po zdaniu drugim dodaje się zdanie trzecie w brzmieniu:

„Przepisu tego nie stosuje się, jeżeli wycofanie akcji z publicznego obrotu następuje w związku z przeprowadzeniem przymusowego wykupu na podstawie art. 458a–458g Kodeksu spółek handlowych.”

2. Przesłanki przymusowego wykupu

Przyjęte rozwiązanie podkreśla, że standardowym przypadkiem jest dokonanie wykupu przez jednego akcjonariusza. Wyjątek od tej zasady przewiduje art. 458a § 3. W celu zapewnienia równego traktowania mniejszości i zapobieżeniu wybiórczego „wyciskania”, wykup musi, co do zasady, dotyczyć wszystkich akcji znajdujących się w rękach rozproszonego akcjonariatu. Wyjątek stanowi tutaj przypadek określony w art. 458c.

Dla ustalenia, czy progi (uprawniający i blokujący) zostały osiągnięte, należy uwzględnić akcje znajdujące się w posiadaniu podmiotów zależnych (art. 458a § 1 *in fine*). Takie rozwiązanie eliminuje problem wymuszonych transferów w celu spełnienia określonych w ustawie progów. Wprowadzenie możliwości zaliczania akcji posiadanych przez podmioty zależne pozwoli ograniczyć maksymalną liczbę akcjonariuszy przeprowadzających wykup do trzech podmiotów (art. 458 § 3). Uwzględnienie akcji znajdujących się w rękach podmiotów zależnych ma miejsce przykładowo w prawie brytyjskim²¹, francuskim²² i niemieckim²³.

W wielu przypadkach akcjonariusz główny może być zainteresowany jedynie wykupieniem wszystkich pozostałych akcji spółki. Uwzględnić należy jednak również przypadek, w którym operacja taka nie będzie możliwa z uwagi na wystąpienie w spółce mniejszości blokującej (art. 458a § 2). W tego rodzaju sytuacji akcjonariusz główny według swojego wyboru może zatem albo dokonać wykupu reszty akcji znajdujących się w rękach rozproszonych akcjonariuszy albo też odstąpić od przymusowego wykupu (art. 458c § 1).

Jeżeli dojdzie do przymusowego wykupu z pozostawieniem wszakże części akcjonariuszy mniejszościowych (przypadek określony w art. 458a § 2), wówczas akcje należące do tych akcjonariuszy powinny w razie konieczności zostać z mocy prawa przekształcone w akcje imienne aby utrudnić w ten sposób wejście do spółki anonimowych akcjonariuszy, co byłoby sprzeczne z ideą „zamykania” spółki na skutek przymusowego wykupu. Rozwiązanie które proponuję inspirowane jest prawem belgijskim²⁴.

3. Ograniczenia dopuszczalności przeprowadzenia przymusowego wykupu (wyjątki)

Instrument *squeeze-out*, jakkolwiek służący słusznej sprawie, jest rozwiązaniem stosunkowo radykalnym. Dlatego też należy szczególnie starannie rozważyć możliwe przypadki jego nadużycia, polegające na przeprowadzeniu tzw. operacji „kombinowanych” tj. podjęciu działań, których ukrytym skutkiem jest doprowadzenie do zaistnienia przesłanek dopuszczających *squeeze-out*. Do działań tych należy: emisja akcji z wyłączeniem prawa poboru, połączenie spółek, przekształcenie w spółkę akcyjną.

Ochrona przed nadużyciem może być teoretycznie realizowana na dwa sposoby: przez każdorazową kontrolę indywidualnego przypadku albo przez wyraźne stypizowanie formalnych przesłanek negatywnych. Zaletą pierwszego z wymienionych rozwiązań jest większa elastyczność, wadą zaś ograniczona pewność co do prawa oraz niska skuteczność ochrony przed nadużyciem, ponieważ kontrola taka często dokonywana być może dopiero *ex post*, a udowodnienie rzeczywistego celu operacji może natrafić na nieprzewidywalne trudności. Dlatego też wyższość należy przyznać drugiemu z wymienionych rozwiązań, tym bardziej, że istnieje określony katalog działań doskonale nadających się do osiągnięcia omawianego tutaj celu sprzecznego z prawem (art. 458d § 1).

W celu uniknięcia automatyzmu prawnego, a przez to zarazem nadmiernej sztywności w stosowaniu prawa, oko-

liczności określone w art. 458d § 1 nie powinny podlegać uwzględnieniu z urzędu, a jedynie na wniosek zainteresowanego akcjonariusza złożony we właściwym terminie (art. 458d § 2).

Ponieważ podniesienie zarzutu niweczy skutek wykupu jedynie wobec akcjonariusza, który wystąpił z zarzutem, możliwe jest w związku z tym zaistnienie przypadku częściowego wykupu. Uzasadnia to odesłanie do art. 458c w celu umożliwienia akcjonariuszowi głównemu odstąpienia od wykupu albo doprowadzenia do zamiany pozostałych akcji *ex lege* w akcje imienne.

4. Obowiązki informacyjne

Skuteczność ochrony interesów ustępujących akcjonariuszy zależy m.in. od gwarancji w zakresie udostępnienia informacji relewantnych z punktu widzenia ustalenia ceny wykupu (art. 458b § 1–3). Dostęp do tego rodzaju informacji umożliwia mniejszości wyrobienie sobie opinii w przedmiocie adekwatności ceny wykupu i na tej podstawie ewentualne wystąpienie na drogę sądową celem weryfikacji proponowanego odszkodowania.

Z drugiej strony dostęp do informacji przyczynić się może do ograniczenia zjawiska bezzasadnego występowania na drogę sądową, stanowiąc jednocześnie w określonych okolicznościach podstawę do zastosowania sankcji z art. 423 § 2 KSH (w zw. z art. 458f § 1 *in fine*).

5. Cena wykupu akcji objętych przymusowym wykupem

Cena przymusowego wykupu powinna zostać zbadana przez biegłego rewidenta. Ze względu na obiektywizm wyznaczenie biegłego powinno nastąpić nie przez akcjonariusza większościowego (tak w efekcie obecny art. 417 § 1 w zw. z art. 418 § 3 KSH), lecz przez sąd rejestrowy właściwy ze względu na siedzibę spółki (art. 458e § 3).

W celu zapewnienia pewnych minimalnych standardów ustawa powinna określać, że cena wykupu nie może być niższa od ceny rynkowej akcji. Miarodajny powinien być przy tym dzień ogłoszenia oświadczenia o przymusowym wykupie, ponieważ podanie tej informacji może następnie sztucznie doprowadzić do nagłej zmiany kursu akcji.

Dla przypadku, kiedy osiągnięcie progów nastąpiło w wyniku publicznego wezwania, na które pozytywnie odpowiedziało 90% akcjonariuszy (ściśle chodzi tu o 90% akcji), zasadne jest przyjęcie domniemania wrzuszalnego, że cena zaoferowana w ramach wezwania jest adekwatną ceną dla przymusowego wykupu (art. 458e § 2). Domniemanie to zasadza się na założeniu, że tylko adekwatna cena obowiązująca w ramach wezwania może przekonać większość dziewięciu dziesiątych adresatów oferty do jej przyjęcia²⁵. W takiej sytuacji brak jest motywów uzasadniają-

²¹ Sec. 430E(1) *Companies Act 1985*.

²² Art. L233–10 *Code de Commerce* w zw. z art. 5–6–3, 5–6–4 *Règlement général du Conseil des Marchés Financiers*.

²³ § 16 ust. 2 i 4 w zw. z § 327a ust. 2 *Aktiengesetz*.

²⁴ Art. 513 § 2 *Code des Sociétés/Wetboek van Vennootschappen*.

²⁵ Zob. A. Radwan, *Przymusowy wykup...*, *op. cit.*, s. 43.

cych przygotowywanie opinii przez biegłego rewidenta, ponieważ opinię taką wydali już uczestnicy rynku (art. 458e § 3). Domniemanie adekwatności ceny przejścia może zostać wzruszone jedynie w postępowaniu przed sądem rejestrowym (art. 458f § 1 pkt 2). Podobne rozwiązanie obowiązuje w prawie brytyjskim²⁶, jednakże według sec. 429(1) i (2) *Companies Act 1985* pełni ono również charakter przesłanki dopuszczalności samego wykupu, co nie jest rozwiązaniem zasługującym na recepcję²⁷.

6. Kontrola sądowa

Każdy z wykluczanych akcjonariuszy może wystąpić do sądu o zbadanie, czy zachodzą przesłanki przymusowego wykupu oraz czy proponowana cena wykupu została ustalona na odpowiednim poziomie.

Termin na wystąpienie do sądu odpowiada terminowi określone w art. 485a § 2 i art. 485b § 4. Ustalenie terminu dłuższego niż przykładowo termin określony w art. 416 § 4 zd. 2 KSH usprawiedliwione jest poważniejszymi konsekwencjami przymusowego wykupu, w porównaniu z decyzją o zmianie przedmiotu działalności spółki.

O tym, czy zaskarżenie powinno wpłynąć zawieszająco na przejście na akcjonariusza głównego praw z akcji zadcycuje sąd rejestrowy po przeprowadzeniu rozprawy (art. 423 § 1 KSH w zw. z art. 458f § 1 *in fine*).

Jeżeli przedmiotem zaskarżenia jest sama cena wykupu, wówczas brak podstaw, aby zawieszać przejście własności akcji na wykupującego do czasu rozstrzygnięcia sprawy. Interes ustępujących akcjonariuszy będzie wystarczająco uwzględniony, jeżeli akcjonariusz główny ustanowi zabezpieczenie na zasadach określonych w art. 458f § 2. Ustanowienie takiego zabezpieczenia leży w swobodnej gestii akcjonariusza; sankcją braku ustanowienia zabezpieczenia jest jedynie opóźnienie przejścia prawa z akcji.

7. Prawa osób trzecich

Obowiązująca *de lege lata* zasada, zgodnie z którą przeprowadzenie *squeeze-out* nie wpływa na ograniczone prawa rzeczowe rozciągające się na akcje będące przedmiotem przymusowego wykupu, jest trudna do pogodzenia z ideą omawianej instytucji, ponieważ uniemożliwia „zamknięcie” spółki. Temu problemowi wychodzi naprzeciw proponowana przez mnie regulacja art. 458g § 1, stanowiąc, że z chwilą przejścia własności akcji na akcjonariusza głównego prawo osoby trzeciej wygasa, w wyniku czego przejmujący obejmuje akcje wolne od obciążeń. Inspirację stanowiło w tym zakresie rozwiązanie przyjęte w art. 92a ust. 8, oraz art. 201a ust. 8 drugiej księgi holenderskiego *Burgerlijk Wetboek*.

Ochrona podmiotów, którym przysługują prawa na akcjach realizuje się poprzez rozciągnięcie *ex lege* ich prawa na roszczenie o wypłatę ceny wykupu (zasada surogacji).

Ponieważ zgodnie z dyspozycją art. 458g § 1 podmioty, którym przysługują prawa na akcjach stają się bezpośrednio dotknięte skutkami przymusowego wykupu, zasadne jest przyznanie tym podmiotom prawa do wystąpienia do sądu z wnioskiem o zbadanie zaistnienia przesłanek przymusowego wykupu oraz weryfikacji wysokości odszkodowania (art. 458f § 1 w zw. z art. 458g § 2).

8. Prawo drobnych akcjonariuszy do wystąpienia ze spółki (*sell-out right*)

Wprowadzenie prawa drobnych akcjonariuszy do wystąpienia ze spółki zdominowanej przez akcjonariusza głównego (*sell-out right*) powinno być rozpatrywane w kategoriach przeciwwagi w stosunku do instytucji przymusowego wykupu. W spółce zdominowanej akcjonariusz większościowy może bowiem podejmować działania naruszające interesy drobnych akcjonariuszy, którym z uwagi na niski udział w kapitale zakładowym nie przysługują nawet kolektywne prawa mniejszości²⁸. Jednocześnie samo wystąpienie tych akcjonariuszy ze spółki może być utrudnione, z uwagi na ograniczoną płynność na rynku danych papierów, co w spółkach zdominowanych przez głównego akcjonariusza nie jest wcale rzadkością²⁹.

Przesłanki *sell-out right* powinny zostać sformułowane na takiej samej zasadzie jak przesłanki *squeeze-out*. W ten sposób zachowana zostanie zasada korelacji pomiędzy oboma instytucjami. Ponadto celem prawa do wystąpienia ze spółki jest również uniknięcie „stresu” związanego z „widmem” przeprowadzenia *squeeze-out*. Owo widmo aktualne jest właśnie dopiero od momentu spełnienia przesłanek określonych w art. 458a § 1. Stąd też w zakresie przesłanek *sell-out right* zasadne jest posłużenie się odesłaniem do wspomnianego przepisu (art. 458h § 1).

Wprowadzenie instytucji *sell-out right* będzie ponadto zgodne z art. 15 projektu Trzynastej Dyrektywy o przejęciach. Szanse na przyjęcie dyrektywy wydają się być całkiem realne, biorąc pod uwagę determinację Komisji Europejskiej oraz okoliczność, że poprzedni projekt (wtedy jeszcze bez regulacji *squeeze-out/sell-out*) przepadł w głosowaniu w Parlamencie Europejskim tylko jednym głosem³⁰.

²⁶ Również projektodawca niemieckiej ustawy o nabywaniu papierów wartościowych i o przejęciach (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz WpÜG*) w szeregu wersji projektu (*Referentenentwurf* z 12.3.2001 r., *Regierungsentwurf* z 11.7.2001 r.) przewidywał na wzór rozwiązania brytyjskiego ustalenie ceny przymusowego wykupu w oparciu o cenę, która obowiązywała w ofercie, o ile oferta taka przyjęta została przez 90% adresatów. W sytuacji takiej istnieć miałyby domniemanie adekwatności ceny przejścia (zob. uzasadnienie do rządowego projektu WpÜG, część szczegółowa, s. 183–184, uwagi do § 327b; zob. też Ph. Rühländ, *Der squeezeout nach dem RefE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 12.3.2001*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* 2001, s. 448; Ph. Rühländ, *Die Abfindung von aus der Aktiengesellschaft ausgeschlossenen Minderheitsaktionären – Ein Diskussionsbeitrag zum Entwurf eines Übernahmegesetzes vom Bundesministerium der Finanzen vom 29.6.2000*, *Wertpapiermitteilungen (WM)* 2000, s. 1884. Ostatecznie jednak rozwiązanie to nie zostało recypowane, głównie ze względów politycznych.

²⁷ Zob. A. Radwan, *Przymusowy wykup...*, *op. cit.*, s. 47.

²⁸ Zob. *Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, s. 62.

²⁹ Zob. *Ibidem*, s. 11, 62.

³⁰ Został odrzucony w głosowaniu 4.7.2001 r., głównie z powodu opozycji Niemiec wobec restrykcyjnego stanowiska dyrektywy, w sprawie dopuszczalnych środków obrony przed wrogiem przejęciem; zob. np. „Wall Street Journal Europe” z 5.7.2001 r., s. 6.