

Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy w prawie brytyjskim na tle k.s.h.

Pośród wielu istotnych zmian, których doświadczyło polskie prawo akcyjne z chwilą wejścia w życie nowego kodeksu spółek handlowych, na szczególną uwagę zasługuje wprowadzenie instytucji przymusowego wykupu akcji należących do drobnych akcjonariuszy, tzw. *squeeze-out* (art. 418 k.s.h.). W uzasadnieniu projektu ustawy – Kodeks spółek handlowych przeczytać można między innymi, że przymusowy wykup akcji wzorowany jest na prawie holenderskim, francuskim i belgijskim.¹ Żadne z wymienionych ustawodawstw nie może jednak poszczycić się nadmiernie długą tradycją posiadania tej instytucji w swoim porządku prawnym. Nieporównywalnie dłużej instytucja przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych egzystuje w prawie brytyjskim. Już sama ta okoliczność uzasadnia przyjrzenie się szczegółom regulacji normatywnej oraz praktyce stosowania interesującej nas instytucji w Wielkiej Brytanii. W toku prowadzonych rozważań czynione będą odniesienia do innych ustawodawstw znających instytucję *squeeze-out*. Przeprowadzona zostanie także porównawcza analiza instytucji w prawie polskim i brytyjskim oraz ocena przyjętych rozwiązań.

Wprowadzenie

Okoliczność, że *squeeze-out* stanowi w naszym porządku prawnym bezprecedensowe *novum*, nie jest ewenementem w skali europejskiej. Instytucja wykluczenia akcjonariuszy mniejszościowych wbrew ich woli ma stosunkowo krótką historię także w większości ustawodawstw europejskich, znających *squeeze-out*. We Francji instytucja przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy (*Exclusion forcée, Le retrait obligatoire*) wprowadzona została ustawą z 31.12.1993 r.² W Belgii przymusowy wykup (*La cession forcée de titres/Gedwongen verkoop van effecten*) umożliwiony został nowelą z 1995 r. (wejście w życie od 1.07.1996 r.).³ W Szwajcarii przymusowe umorzenie akcji (*Kraftloserklärung*) wprowadzono wraz z nowym prawem giełdowym (ustawa z 24.03.1995 r. – *Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel* – BEHG oraz rozporządzenie wykonawcze do tej ustawy – *Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel* – BEHV z 2.12.1996 r.).⁴ W Niemczech przymusowe wyłączenie akcjonariuszy mniejszościowych (Ausschluss von Minderheitsaktionären) zostało od 1.01.2002 r. implementowane do ustawy z 6.09.1965 r. *Aktiengesetz* (§ 327a – 327f AktG) na podstawie art. 7 ustawy o publicznych ofertach nabycia papierów wartościowych i o przejęciach⁵. Stosunkowo krótką historię instytucja przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy ma również w Holandii⁶ i we Włoszech.⁷

Na tle wymienionych ustawodawstw europejskich długoletnią tradycję instytucji *squeeze-out* posiada Wielka Brytania. Po raz pierwszy wprowadzono ją tam już w 1929 r. (sec. 155 *Companies Act* 1929).⁸ Obecnie regulacja przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy (*terminus technicus: compulsory acquisition of minority shareholders*)⁹ znajduje się w sec. 428 – 430F *Companies Act* z 1985 r.¹⁰

1 Por. *Uzasadnienie projektu ustawy – k.s.h. w: Nowe prawo spółek handlowych. Ustawa z 15.09.2000 r. Zarys zmian z komentarzem*, pod red. M. Klimeckiego, R. Szymkowiaka i P. Zglińskiego, Poznań 2000, s. 58; *Uzasadnienie projektu ustawy – prawo spółek handlowych*, „Studia Prawnicze” 1999/1–2, s. 177.

2 Zob. P. Merle, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Paris 1996, s. 692; M. Nitsch, *Die öffentliche Übernahme in Frankreich w: Takeover-Recht*, pod red. P. Doralt, Ch. Novotny, M. Schauer, Wien 1997, s. 121.

3 Zob. R.A. Herring, *Die neuen belgischen Vorschriften zum Ausschluss und Austritt von Gesellschaftern*, „Recht der internationalen Wirtschaft” (RIW) 1996, s. 644.

4 Zob. Ch. Köpfl: *Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot*, „Schweizerische Juristenzeitung” (SJZ) 1998, s. 53; P.V. Kunz, *Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage*, „Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” (SZW) 1999/4, s. 181; P. Nobel, *Börsengesetz, Zur Kraftloserklärung von Restituten aus früheren öffentlichen Kaufangeboten*, SZW 1998/1, s. 37; R. Schiltknecht w: *Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht*, pod red. N.P. Vogt, R. Watter, Basel 1999, uw. do art. 33; P. Böckli, *Schweizer Aktienrecht*, Zürich 1996, nb. 1661.

5 *Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen* z 20.12.2001 r., dodatek do „Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht” (NZG) 2002/3. Na temat projektów regulacji *squeeze-out* w Niemczech zob. w szczególności B. Grunewald, *Die neue Squeeze-out-Regelung*, „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” (ZIP) 2002, s. 18; J. Sieger, K. Hasselbach, *Der Ausschluss von Minderheiten nach den neuen §§ 327a ff AktG*, „Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht” (ZGR) 2002, s. 120; P.A. Baums, *Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327 a ff. AktG n.F. – Einzelfragen*, „Wertpapiermitteilungen” (WM) 2001, s. 1843; U. Ehrlicke, M. Roth, *Squeeze-out im geplanten deutschen Übernahmerecht*, „Deutsches Steuerrecht” (DStR) 2001, s. 1120; M. Habersack, *Der Finanzplatz Deutschland und die Rechte der Aktionäre*, ZIP 2001, s. 1230; D. Halm, *„Squeeze-Out” heute und morgen: Eine Bestandsaufnahme nach dem künftigen Übernahmerecht*, NZG 2000, s. 1162; H. Kallmeyer, *Ausschluss von Minderheitsaktionären*, „Die Aktiengesellschaft” (AG) 2000, s. 59; E. Vetter, *Squeeze-out nur durch Hauptversammlungsbeschluss?*, DB 2001, s. 743; H. Kallmeyer, *Squeeze-out in Deutschland*, ZIP 2000, s. 1815.

6 Art. 92a, art. 201a księgi II holenderskiego kodeksu cywilnego (*Burgerlijk Wetboek, Boek 2*).

7 Art. 111 prawa giełdowego, skodyfikowanego obecnie w ustawie nr 58/1998 z 24.02.1998 r. *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*.

8 Zob. J.H. Farrar, B. Hannigan, *Farrar’s Company Law*, 14th Ed., London – Edinburgh – Dublin 1998, s. 607 (dalej w skrócie – *Farrar’s Company Law*); J. Than, *Zwangswises Ausscheiden von Minderheitsaktionären nach Übernahmeangebot?*, Festschrift für Claussen, Köln – Berlin – Bonn – München 1997, s. 414 (dalej w skrócie J. Than, FS Claussen 1997).

9 Termin *squeeze-out* pochodzi raczej z amerykańskiej niż brytyjskiej kultury prawnej. Bardziej adekwatne byłoby jednak określenie *freeze-out*. Zob. szerzej Ch.R. Clark, *Corporate Law*, Boston – Toronto 1986, s. 499.

10 Obecna wersja ustalona przez sec. 172 *Financial Services Act* 1986 i jego Schedule 12. Zob. G. Morse, *Charlesworth & Morse Company Law*, 14th ed., London 1991, s. 869 (dalej w skrócie *Charlesworth & Morse Company Law*).



Cel i zakres regulacji

Już samo systematyczne usytuowanie omawianej instytucji (*Part XIII A Takeover offers*) wskazuje, że *squeeze-out* jest w prawie brytyjskim instytucją prawa przejęć i zastrzeżony pozostaje dla przypadku, w którym akcjonariusz większościowy (w momencie wykonywania *squeeze-out*) złożył uprzednio publiczne wezwanie do sprzedaży wszystkich akcji spółki (sec. 429(1) i (2) *Companies Act* z 1985 r.). Celem jest więc umożliwienie akcjonariuszowi przejęcia pełnej kontroli nad spółką (100%). Możliwość przejęcia pełnej kontroli nad spółką jest bez wątpienia czynnikiem zachęcającym do podejmowania prób przejęcia, aktualnym zwłaszcza dla tych potencjalnych przejmujących, którzy zainteresowani są jedynie w pełnym przejęciu spółki docelowej i uzyskaniu statusu jej wyłącznego akcjonariusza.¹¹ Okoliczność ta powinna być brana pod uwagę również w toczącej się w polskiej literaturze dyskusji na temat konstytucyjnej dopuszczalności *squeeze-out*, która skupia się na ochronie pozycji akcjonariuszy mniejszościowych. Skoro zatem instytucja *squeeze-out* zachęca do składania wezwań do sprzedaży akcji, to beneficjentami takich wezwań są właśnie akcjonariusze mniejszościowi, ponieważ wezwania takie tworzą klimat sprzyjający bajecznym wzrostom kursów akcji.

Przesłanki dopuszczalności *compulsory acquisition of minority shareholders*

Przeгляд przesłanek

Prawo brytyjskie uzależnia dopuszczalność przeprowadzenia przymusowego wykupu od łącznego spełnienia następujących przesłanek:

- złożenia przez przejmującego – „wyciskającego” oferty nabycia pozostałych akcji spółki (wezwania),
- nabycia w tej drodze 90% akcji, których wezwanie dotyczyło,
- nabycia akcji w miarodajnym okresie czterech miesięcy.

Wezwanie do sprzedaży akcji

Treść wezwania

Dokonanie wezwania do sprzedaży akcji jest w prawie brytyjskim przesłanką dopuszczalności przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych, co zasadniczo różni omawiany model od tego, na który zdecydował się ustawodawca kodeksu spółek handlowych. Miarodajny jest więc nie ogólny stan posiadania głównego akcjonariusza, lecz tryb nabycia akcji. Wezwanie musi być skierowane na

nabycie wszystkich akcji spółki mogących być akcjami tego samego lub różnych gatunków, z wyjątkiem tych, które w momencie składania oferty znajdują się już w ręku oferenta (sec. 428(1), sec. 429(1) i (2) *Companies Act* z 1985 r.) lub też w odniesieniu do których posiada on prawo ich nabycia (argument z sec. 429(1) i (2) *Companies Act* z 1985 r.).

Zgodnie z postanowieniem sec. 430E(1) *Companies Act* z 1985 r. wyłączone są również akcje znajdujące się we wspomnianym momencie w posiadaniu (względnie będące zakontraktowane przez) tzw. *associates*,¹² to jest podmiotów zależnych bądź działających na rachunek oferenta, co ma zapobiegać manipulacjom ze strony przejmującego.

Oferta musi przewidywać takie same warunki w odniesieniu do wszystkich akcji danego gatunku. Jeżeli istnieją akcje różnych gatunków, wówczas istnieje konieczność złożenia kilku oddzielnych ofert.¹³

Oferta warunkowa

W praktyce często może się zdarzyć, że wzywający zainteresowany jest jedynie całkowitym przejęciem *target company* lub też uzyskaniem określonego minimalnego udziału w jej kapitale. Stąd też przyjęcie oferty przez zdecydowaną większość adresatów – mniejszą jednak niż pożądana przez przejmującego, a z perspektywy dopuszczalności przymusowego wykupu mniejszą niż 90% – oznaczać będzie fiasko całego przedsięwzięcia. Dlatego też brytyjskie prawo przewiduje, że składający ofertę może oznaczyć warunki, od spełnienia których zależy będzie skuteczność oferty. Ponadto istnieje prawny warunek skuteczności oferty, którym jest pozytywna odpowiedź 50% akcjonariuszy (*City Code on Takeovers and Mergers, Rule 10*). Instytucja ta jest ogólną zasadą prawa przejęć, nie zaś regulacją szczególną, znajdującą zastosowanie jedynie do przymusowego wykupu. Do czasu spełnienia przewidzianych w wezwaniu warunków oferta jest ofertą warunkową (*conditional*). W praktyce *compulsory acquisition* podstawowym warunkiem zastrzeżanym przez przejmującego jest warunek osiągnięcia progu 90% akceptacji oferty wymaganego do przeprowadzenia przymusowego wykupu. Oprócz konstrukcji warunku praktyka posługuje się instytucją prawa odstąpienia od oferty. Dopiero w przypadku ziszczenia się warunku, względnie rezygnacji z wykonania prawa odstąpienia, oferta staje się bezwarunkowa i wiążąca (*unconditional in all respects*).¹⁴

Joint offers

Oprócz standardowej sytuacji, w której wezwanie pochodzi od jednego przejmującego, możliwe są przypadki, kiedy kilka osób wspólnie składa ofertę nabycia akcji (*joint offers*). Sytuacja taka wyraźnie dopuszczona została przez sec. 430D *Companies Act* z 1985 r. Przepis ten zawiera modyfikacje pozostałych postanowień dotyczących

¹¹ *Farrar's Company Law*, s. 607.

¹² Pelen katalog *associates* (definicje legalna pojęcia) zawiera sec. 430E (4) *Companies Act* z 1985 r.

¹³ *Farrar's Company Law*, s. 607.

¹⁴ Zob. J. Than, *FS Claussen* 1997, s. 411.

compulsory acquisition, które to postanowienia jako punkt wyjścia przyjmują występowanie w charakterze oferenta jednego tylko podmiotu. Modyfikacje te mają głównie charakter „porządkujący” jak również statuują one, że prawa związane z przeprowadzaniem całej operacji przysługują oferentom wspólnie (*joint rights*), a za zobowiązania odpowiadają oni solidarnie (*joint and several obligations*). Prawo brytyjskie nie ogranicza liczby osób mogących działać w porozumieniu celem złożenia *joint offers*.

Uzyskanie 90% akceptacji wezwania

Zasada ogólna

Po dokonaniu wezwania dalszą, i przy tym praktycznie rozstrzygającą o powodzeniu operacji „wyciskania”, przesłanką jest wymóg uzyskania pozytywnej odpowiedzi na złożoną ofertę ze strony 90% akcjonariuszy, do których oferta ta była skierowana. Ściśle rzecz ujmując, przy obliczaniu wspomnianego progu miarodajna jest nie liczba akcjonariuszy, ale udział w kapitale spółki (*share capital*). Uprzednio obowiązywały jednak kumulatywnie dwie przesłanki odnoszące się do stopnia akceptacji oferty jako warunku dopuszczalności *squeeze-out*. Oferta musiała zatem zostać przyjęta przez 75% spośród grona jej adresatów, przy czym przyjmujący musieli łącznie reprezentować co najmniej 90% *share capital* spółki będącej celem przejęcia (*target company*).¹⁵

Przyjęcie udziału w kapitale spółki (*share capital*) jako wartości odniesienia odróżnia regulację zawartą w *Companies Act* z 1985 r. od *City Code on Takeovers and Mergers*, dla którego miarodajny jest udział w głosach (*voting rights*). *City Code* jest prywatnym aktem normatywnym mającym charakter *self-regulation*, obowiązującym dla przejęć i fuzji na *London Stock Exchange*.¹⁶

Rozwiązanie przyjęte w sec. 428 i następnym *Companies Act* z 1985 r. jest jednak – patrząc komparatystycznie – odosobnione. O ile bowiem większość ustawodawstw europejskich nawiązuje bądź to do osiągnięcia (względnie przekroczenia) określonego udziału w kapitale spółki,¹⁷ bądź też do osiągnięcia (przekroczenia) danej liczby głosów (względnie akcji z prawem głosu),¹⁸ o tyle dla prawa brytyjskiego kwestia mierzonego w liczbach bezwzględnych udziału głównego akcjonariusza w kapitale czy też ogólnej liczbie głosów nie ma bezpośrednio żadnego znaczenia. Punktem odniesienia jest więc nie to, co główny akcjonariusz już w spółce docelowej posiada, ale co uzyskał w wyniku dokonania publicznego wezwania i jego powodzenia. Ze względów matematycznych nie jest więc oczywiście możliwy przypadek, w którym w momencie dokonywania „wyciśnięcia” główny akcjonariusz będzie dysponował ogólną liczbą akcji mniejszą niż 90% kapitału spółki. Przykładowo taki właśnie udział bezwzględny okaże się wystarczający w sytuacji, w której przejmujący w ogóle nie posiadał uprzednio akcji spółki. W przypadku jednak, kiedy jego udział był już wyjściowo znaczący, bezwzględna liczba akcji, których posiadanie okaże się niezbędne do przeprowadzenia *squeeze-out* będzie bardzo wysoka. Jeśli na przykład przejmujący już w momencie

złożenia oferty miał 90% udziału w kapitale spółki, wówczas ostatecznie dopiero osiągnięcie 99% umożliwi „wyciśnięcie” pozostałej mniejszości.

Nawiązanie do sukcesu oferty nabycia akcji (wezwania) jako przesłanki dopuszczalności przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy uwypukla prawdziwą funkcję omawianej instytucji w prawie brytyjskim. *Squeeze-out* jest mianowicie ściśle związany z przejmowaniem pełnej kontroli nad spółką. Takie ukształtowanie przesłanki dopuszczalności przymusowego wykupu prowadzi także do „powierzenia” mechanizmom rynkowym kwestii ustalenia ceny przejęcia. Poza tym usprawiedliwiona zostaje w ten sposób teza, że zbycie akcji po zaproponowanej cenie jest zachowaniem typowego akcjonariusza postępującego zgodnie ze swoim interesem, co może stanowić aksjologiczne uzasadnienie dla tolerowania w porządku prawnym instytucji przymusowego wykupu.

Sytuacje szczególne

Pozytywna odpowiedź 90% akcjonariuszy pełni więc podwójną funkcję:

- z **jednej** strony jest ona przesłanką dokonania wyciśnięcia,
- z **drugiej** zaś stanowi usprawiedliwienie ceny przejęcia, gdyż w założeniu tylko adekwatna cena może przekonać większość dziewięciu dziesiątych adresatów oferty do jej przyjęcia.

Założenie takie jest prawdziwe w większości przypadków, to jest w sytuacji standardowej, kiedy to akcjonariusze-adresaci oferty kierują się w swoim zachowaniu własnym interesem ekonomicznym. Możliwe są jednak sytuacje szczególne, gdy wzięcie pod uwagę samego faktu nabycia (lub braku nabycia) odpowiedniej liczby akcji nie prowadziłoby do słusznego rozstrzygnięcia bądź to z uwagi na interes wykluczanych akcjonariuszy, bądź też z uwagi na interes przejmującego.

Ponadto osobnego uwzględnienia wymaga również przypadek, kiedy w spółce występują akcje różnych gantunków.

Kiedy przesłanką *squeeze-out* jest wymóg osiągnięcia progu 90% przyjęcia oferty, możliwe są manipulacje mające na celu „sztuczne” uczynienie zadość wzmiankowanej przesłance. Łatwo można wyobrazić sobie sytuację, w której oferta przyjęta zostaje przez podmiot organizacyjnie (na przykład spółkę-córkę) lub umownie (osoba działająca na zlecenie) powiązany z podmiotem przejmującym

¹⁵ Zob. K.E. Herkenroth, *Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht*, Berlin 1994, s. 248.

¹⁶ Zob. szerzej P. Davies, D.D. Prentice, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 7th ed., London 1997, s. 780 (dalej w skrócie *Gower's Principles of Modern Company Law*); Charlesworth & Morse *Company Law*, s. 851; D.D. Prentice, *Regulation of takeover bids in the United Kingdom w: Öffentliche Übernahmeangebote*, pod red. K. Kreuzera, Baden-Baden 1992, s. 133; K.E. Herkenroth, *Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht*, Berlin 1994, s. 256; E.M. Richter, *Chancen für eine Übernahmeregulierung in Europa. Das künftige Gemeinschaftsrecht im Vergleich mit dem britischen*, „City Code on Takeovers and Mergers”, Aachen 1998, s. 151; G. Roskopf, *Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien*, Berlin 1999; A. Defriez, *Takeover Regulation in the United Kingdom w: R.von Rosen, W.G. Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, Heusenstamm 1999, s. 29.

¹⁷ Takie rozwiązanie przyjęto w Niemczech i Holandii.

¹⁸ Takie rozwiązanie przyjęto w Belgii, Francji, Szwajcarii i Włoszech.



lub też sytuację odwrotną, kiedy to wezwanie wychodzi od podmiotu powiązanego, zaś podmiot rzeczywiście przejmujący odpowiada na to wezwanie pozytywnie, a po zakończeniu transakcji następuje pożądana przez uczestników operacji (wewnętrzna) alokacja akcji.¹⁹ W takiej sytuacji mamy do czynienia z tzw. *push-over bid*. Tego rodzaju manipulacjom przeciwdziałać ma sec. 430E *Companies Act* z 1985 r. Zgodnie bowiem z postanowieniem tego przepisu akcje posiadane przez osoby powiązane (*associates*) nie są akcjami relewantnymi w myśl przepisów regulujących przymusowy wykup akcji, z czego wynika, że 90% akceptacji dla wezwania musi zostać osiągnięte spośród pozostałych akcjonariuszy, z wyłączeniem *associates*.

Innym problemem jest wpływ nabywania akcji poza wezwaniem na obliczanie progu kwalifikującego do przeprowadzenia *squeeze-out*. Chodzi mianowicie o sytuację, w której wzywający nabył w okresie obowiązywania wezwania akcje, jednak nabycie to odbyło się poza wezwaniem, to jest w praktyce na korzystniejszych dla zbywcy, indywidualnie określonych warunkach. Takiej sytuacji poświęcona została sec. 429(8) *Companies Act* z 1985 r. Przepis ten zezwala na zaliczenie nabytych w ten sposób akcji na poczet liczby akcji koniecznych do przeprowadzenia wyciśnięcia, jednak tylko pod warunkiem, że cena zapłacona za akcje nie przewyższa ceny wezwania, albo że cena wezwania została odpowiednio zmodyfikowana, to znaczy podniesiona co najmniej do poziomu ceny, jaką zapłacono za akcje poza wezwaniem. W przeciwnym wypadku akcje nabyte w ten sposób nie będą wliczały się do ogólnej liczby akcji, których nabycie warunkuje dopuszczalność przymusowego wykupu.

Możliwe są sytuacje, w których ziszczenie się warunku uzyskania dziewięćdziesięcioprocentowej akceptacji wezwania jest utrudnione ze względu na dużą liczbę akcjonariuszy, do których, z takich czy innych względów, nie można dotrzeć z ofertą (*untraceable shareholders*). W tej sytuacji spełnienie ustawowej przesłanki, o której mowa (osiągnięcie progu), będzie niezwykle utrudnione. Podmiotowi przejmującemu wychodzi na przeciw ustawodawca, przewidując w sec. 430C(5) *Companies Act* z 1985 r. możliwość wystąpienia przez niego do sądu w celu uzyskania orzeczenia zezwalającego na przeprowadzenie *squeeze-out* także w sytuacji, kiedy próg 90% nie został osiągnięty.

Przejmujący – wnioskodawca musi w takiej sytuacji:

- **po pierwsze**, wykazać, że pomimo dołożenia należytej staranności nie udało mu się dotrzeć do danych akcjonariuszy,
- **po drugie**, że cena przymusowego przejęcia jest adekwatna,
- **po trzecie**, że za dopuszczalnością wykupu przemawia postawa pozostałych adresatów wezwania, to jest tych, do których udało się dotrzeć.²⁰

Kolejna wątpliwość wiąże się z sytuacją, w której warunki wezwania zostają w czasie jego obowiązywania zmienione (*fresh offer*). Musiałoby to prowadzić do przyjęcia, że chodzi o nową ofertę, co z kolei pociągałoby za sobą konieczność liczenia od początku 90% progu uprawniającego do wykonania *squeeze-out*. Zmiana oferty może mieć zwłaszcza

miejsce w sytuacjach, kiedy przejmujący dojdzie do przekonania, że zaproponowane warunki (cena) nie są dość atrakcyjne, aby udało się przekonać wystarczającą liczbę akcjonariuszy do przyjęcia oferty. W takiej sytuacji przejmujący może być skłonny podnieść proponowaną cenę przejęcia. Aby zapobiec mogącym się w związku z tym pojawiać utrudnieniom dotyczącym kwalifikacji zmienionej oferty, sec. 428(7) *Companies Act* z 1985 r. przewiduje, że akcje objęte w ramach pierwszej oferty będą uwzględniane pod warunkiem, że owa pierwsza oferta zawierała klauzulę dopuszczającą jej zmianę oraz stanowiącą, że przyjęcie tej oferty będzie jednocześnie uważane za przyjęcie oferty zmienionej.²¹ Postanowienie tego rodzaju zapewnia większą elastyczność dla przejmującego, dbając jednocześnie o zachowanie równego traktowania akcjonariuszy, do których skierowane jest wezwanie, ponieważ podniesienie ceny wezwania dotyczyć będzie także tych akcjonariuszy, którzy przyjęli pierwotną ofertę.

Jak zostało już zaznaczone, w sytuacji gdy w spółce istnieją akcje różnych gatunków, przejmujący będzie zmuszony do złożenia paralelnie kilku oddzielnych ofert. W sytuacji takiej próg 90% jest obliczany oddzielnie dla każdej z występujących w spółce grup akcji, na nabycie których skierowana była oferta.²²

Nabycie akcji w ciągu czterech miesięcy

Kolejną przesłanką przymusowego wykupu akcji jest, aby nabycie wspomnianej liczby akcji w drodze wezwania nastąpiło w okresie co najwyżej czterech miesięcy.²³ Do obliczania tego okresu miarodajny jest dzień ogłoszenia wezwania (sec. 429(3) *Companies Act* z 1985 r.).

Procedura przymusowego wykupu akcji

Notice

Od strony proceduralnej wykup odbywa się poprzez poinformowanie akcjonariuszy „wyciskanych”, to jest tych, którzy nie przyjęli oferty o wykonaniu przez przejmującego *compulsory acquisition*. Poinformowanie to (*notice*) jest pisemnym oświadczeniem woli przejmującego skierowanym do „wyciskanych” akcjonariuszy, którzy stają się przymusowymi kontrahentami przejmującego.

Termin i sposób złożenia oświadczenia

Wspomniane zawiadomienie powinno być dokonane w okresie dwóch miesięcy od uzyskania przez przejmującego minimalnej liczby akcji, uprawniającej do dokonania

19 H.Ch. Knoll, *Die Übernahme von Kapitalgesellschaften*, Baden-Baden 1992, s. 313.

20 *Gower's Principles of Modern Company Law*, s. 811.

21 *Farrar's Company Law*, s. 608.

22 *Zob. Farrar's Company Law*, s. 607, przypis 20.

23 *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 871.

przymusowego wykupu (sec. 429(3) *in fine Companies Act* z 1985 r.). Wymóg ten uznać należy za spełniony, jeśli już sama oferta zawierała wzmiankę, iż w przypadku pozytywnego odzewu ze strony 90% akcjonariuszy pozostałe akcje zostaną wykupione przymusowo.²⁴

Jednocześnie konieczne jest przesłanie kopii wspomnianej *notice* spółce przejmowanej (*target company*). *Notice* tej towarzyszyć powinno oświadczenie, że wszystkie przesłanki przymusowego wykupu akcji zostały spełnione (sec. 429(4) *Companies Act* z 1985 r.). Podanie nieprawdziwych informacji poddane jest sankcjom karnym (sec. 429(5) *Companies Act* z 1985 r.).

Ponowne przesłanie spółce przejmowanej kopii *notice* jest wymagane przy okazji i łącznie z uiszczeniem ceny wykupu, co następuje po upływie sześciu tygodni, licząc od dnia (pierwszego) ogłoszenia *notice*.

Cena przejęcia

Wysokość i rodzaj świadczenia

Przymusowy wykup następuje po cenie, która obowiązywała w ramach wezwania (sec. 430(2) *Companies Act* z 1985 r.). Wynika to z tego, że ustawodawca wychodzi z założenia, że pozytywna odpowiedź 90% akcjonariuszy (ściśle dobrowolna sprzedaż 90% akcji) jest dowodem na adekwatność (*fairness*) ceny wykupu.

Jeśli w ramach wezwania akcjonariusze – adresaci oferty mieli możliwość wyboru pomiędzy zapłatą gotówkową, a zapłatą akcjami innej spółki, wówczas alternatywa taka musi zostać im zagwarantowana także przy dokonywaniu przymusowego wykupu (sec. 430(3) *Companies Act* z 1985 r.).²⁵ Decyzję co do wyboru formy odszkodowania akcjonariusze „wyciskani” muszą podjąć w ciągu sześciu tygodni od momentu otrzymania *notice* (sec. 430(3) (a) *Companies Act* z 1985 r.).²⁶

Sposób spełnienia świadczenia (zapłata ceny przejęcia)

Również sześć tygodni, licząc od momentu ogłoszenia *notice*, przejmujący jest zobowiązany do ponownego przesłania kopii *notice* do spółki przejmowanej, jak również do wpłacenia do tej spółki ceny przejęcia, to jest gotówki, względnie akcji (sec. 430(5) *Companies Act* z 1985 r.).²⁷ Wspomniany termin obowiązuje, chyba że *compulsory acquisition* została zaskarżona do sądu. Zaskarżenie powoduje wstrzymanie procedury do czasu rozstrzygnięcia sprawy przez sąd (sec. 430C(2) *Companies Act* z 1985 r.).²⁸ Świadczenie przejmującego jest przez spółkę przejmowaną obejmowane i trzymane powierniczo (*kept on trust*) (sec. 430(9) *Companies Act* z 1985 r.),²⁹ na specjalnie w tym celu utworzonym koncie (sec. 430(10) *Companies Act* z 1985 r.). Świadczenie to jest następnie przekazywane wyłączanym akcjonariuszom. Jeśli akcjonariusze ci nie są znani, wówczas kwota odszkodowania jest dla nich przechowywana przez

12 lat. Po upływie tego okresu niepodjęta kwota przepada na rzecz właściwego dla sprawy sądu (sec. 430(11) *Companies Act* z 1985 r.).³⁰

Sądowa kontrola

Zakres kontroli oraz dopuszczalne remedies

Każdy wyłączany przymusowo akcjonariusz ma prawo zwrócić się do sądu w celu udaremnienia przymusowego wykupu (*order that the offeror shall not be entitled and bound to acquire the shares*), bądź też jedynie w celu rewizji warunków takiego wykupu (*specify terms of acquisition different from those of the offeror*). Wniosek do sądu może zostać złożony jedynie w terminie sześciu tygodni od ogłoszenia *notice* (sec. 430C(1) *Companies Act* z 1985 r.). Jest to ten sam okres, z upływem którego przejmujący zobowiązany jest do ponownego przesłania kopii *notice* do spółki przejmowanej oraz do uiszczenia ceny przejęcia – (sec. 430(5) *Companies Act* z 1985 r.). Do czasu wydania orzeczenia sądowego w sprawie *compulsory acquisition* nie dochodzi do skutku (skutek blokujący) – (sec. 430C(2) *Companies Act* z 1985 r.). Procesowym udogodnieniem jest zwolnienie akcjonariusza – wnioskodawcy z konieczności ponoszenia kosztów sądowych, chyba że wniosek okaże się „niekonieczny, niewłaściwy bądź stanowi przejaw nadużycia”, albo też wniosek złożony z nieuzasadnionym opóźnieniem (sec. 430C(4) *Companies Act* z 1985 r.). Zwolnienie z kosztów sądowych stanowi dla wykluczanych akcjonariuszy zachętę do wszczynania odpowiedniego postępowania przed sądem.³¹ Możliwość interwencji sądu jest zakrojona stosunkowo szeroko. W przeciwieństwie do starego stanu prawnego³² sąd jest władny nie tylko udaremnić *compulsory acquisition* (sec. 430C(1) (a) *Companies Act* z 1985 r.), ale także zmodyfikować jej warunki (sec. 430C(1) (b) *Companies Act* z 1985 r.).

Kwestie dowodowe

Pozytywne dla wnioskodawcy rozstrzygnięcie nastąpi wówczas, kiedy sąd dojdzie do przekonania, że przymusowy wykup (lub jego warunki) byłyby niesłuszne (*unfair*). Ciężar dowodu spoczywa na wnioskodawcy.³³ Udowodnienie wspomnianych okoliczności może być jednak bardzo trudne, ponieważ (dobrowolne) przyjęcie oferty przez 90% jej adresatów stanowi dowód *prima facie* na okoliczność, że cena oraz pozostałe warunki przejęcia były adekwatne. Podobna sytuacja ma miejsce, kiedy cena przeję-

²⁴ J. Than, *FS Claussen* 1997, s. 412.

²⁵ *Gower's Principles of Modern Company Law*, s. 808.

²⁶ *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 871.

²⁷ *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 872.

²⁸ *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 872.

²⁹ *Farrar's Company Law*, s. 608; J. Than, *FS Claussen* 1997, s. 413.

³⁰ *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 872; J. Than, *FS Claussen* 1997, s. 413.

³¹ *Gower's Principles of Modern Company Law*, s. 811.

³² Zgodnie z sec. 248 *Companies Act* z 1948 r. sąd był władny jedynie stwierdzić niedopuszczalność przymusowego wykupu, bez możliwości samej modyfikacji jego warunków – zob. J. Than, *FS Claussen* 1997, s. 415.

³³ J. Than, *FS Claussen* 1997, s. 415; *Farrar's Company Law*, s. 608.



cia odpowiada co najmniej kursowi giełdowemu.³⁴ Wniosekodawca musi w takiej sytuacji udowodnić, że pomimo istnienia dowodu *prima facie* istnieją dodatkowe okoliczności podważające adekwatność ceny, czy też nawet fakt istnienia przesłanek przejęcia.³⁵

Ciężar udowodnienia *fairness* przymusowego wykupu zostaje jednak przesunięty na przejmującego, jeżeli zaniechał on dopełnienia wszystkich obowiązków informacyjnych wynikających z *City Code on Takeovers and Mergers*.³⁶

Należy jednak podkreślić, że badanie *fairness* przymusowego wykupu nie może być utożsamiane z materialną kontrolą działania akcjonariusza większościowego, jak to ma miejsce przykładowo w przypadku wyłączenia prawa poboru. W przypadku *compulsory acquisition* chodzi raczej o zbadanie, czy nie zachodzą pewne szczególne okoliczności, które podważałyby zasadność przyjęcia, że wszystkie formalne przesłanki zostały należycie spełnione, to jest, że wypełniły one swoją funkcję.

Prawo mniejszości do wystąpienia ze spółki (*reverse squeeze-out*)

Jako przeciwieństwo przymusowego wykupu akcji i jako rodzaj kompensaty w układzie sił *Companies Act* przewiduje prawo mniejszości do żądania wykupu akcji przez głównego akcjonariusza (*right of minority shareholder to be bought out by offeror*) – (sec. 430A *Companies Act* z 1985 r.). Przesłanki przysługiwania tego prawa zbliżone są do tych obowiązujących dla przymusowego wykupu, z tą różnicą, że miarodajne jest w tym przypadku samo posiadanie odpowiedniej liczby akcji (90%), to jest brane są pod uwagę zarówno te akcje, które główny akcjonariusz nabył w ramach wezwania, jak również te, które nabył w inny sposób lub też już uprzednio posiadał.³⁷

Podobnie jak ma to miejsce w przypadku *compulsory acquisition*, w przypadku wystąpienia ze spółki akcjonariusza mniejszościowego, czyli innymi słowy w przypadku przymusowego nabycia jego akcji przez głównego akcjonariusza (*reverse squeeze-out*), akcjonariusz ten może zwrócić się do sądu w celu przeprowadzenia kontroli warunków przymusowego nabycia (sec. 430C(3) *Companies Act* z 1985 r.).

Synopsis brytyjskiej i polskiej regulacji *squeeze-out*

Uwagi wstępne

Nawet pobieżna lektura odpowiednich postanowień kodeksu spółek handlowych oraz *Companies Act z 1985 r.* musi prowadzić do stwierdzenia, że pomiędzy polską i brytyjską regulacją przymusowego wykupu akcji zachodzą spore różnice. Odmienności te odnoszą się już do

samego zakresu zastosowania omawianej instytucji. Także kwestia przesłanek dopuszczalności przymusowego wykupu, jak również przebieg i procedura wykazują zasadnicze odmienności.

Zakres przedmiotowy

Jeżeli chodzi o zakres przedmiotowy regulacji *squeeze-out*, należy podkreślić, że według polskiego kodeksu spółek handlowych instytucja przymusowego wykupu nie znajduje zastosowania do spółek publicznych (art. 418 § 4 k.s.h.). W prawie brytyjskim zażalenie takie nie tylko literalnie nie występuje, ale możemy nawet mówić o sytuacji odwrotnej, jako że *compulsory acquisition* nastąpić może jedynie po przeprowadzeniu wezwania do sprzedaży wszystkich akcji spółki, która to instytucja jest typową instytucją rynku kapitałowego i dla spółek notowanych na *London Stock Exchange* uregulowana została w *City Code on Takeovers and Mergers*.

Żadne z rozwiązań, które zawęża zakres stosowania przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych, nie zasługuje na poparcie. Wynika to z faktu, że ekonomiczne i organizacyjne argumenty przemawiające za instytucją *squeeze-out*³⁸ są w zbliżonym zakresie aktualne tak dla spółek publicznych, jak i niepublicznych. Rozwiązanie przyjęte w art. 418 § 4 k.s.h. jest komparatystycznie zupełnie odosobnione³⁹ i przy tym całkowicie błędne. Usprawiedliwienia ograniczenia zakresu przedmiotowego omawianej instytucji do spółek niepublicznych na próżno szukać jednak w uzasadnieniu do projektu ustawy – Kodeks spółek handlowych. Nie wchodząc w szczegóły, wypada zarzucić obecnej polskiej regulacji, że prowadzi ona do konieczności przeprowadzania *delistingu*, czyli zdjęcia spółki z giełdy i wycofania jej akcji z publicznego obrotu (*going private*), co z kolei – zgodnie z art. 86 ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁴⁰ – wiąże się z obowiązkiem złożenia czaso- i kosztocłonnego wezwania w trybie art. 151 – 153 i art. 155 – 157 prawa papierów wartościowych.

W efekcie, przymusowy wykup akcji spółki publicznej i tak jest jak najbardziej dopuszczalny, tyle tylko że brak wzajemnego zharmonizowania regulacji *going private* i *squeeze-out* prowadzi co najmniej do zwiększenia kosztów całej operacji oraz do niejasności dotyczących ustalania ceny odszkodowania, a to na skutek istnienia dualizmu prawnego (odmienne regulacje dla ceny obowiązkowego wezwania – art. 155 ust. 1 prawa papierów wartościowych

34 *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 873; J. Than, *FS Claussen 1997*, s. 415.

35 Akademickim przykładem jest sprawa *Re Bugle Press Ltd.* ([1961] Ch 270, [1960] 3 All ER 791, *Companies Act* z 1985 r.), w której wymagane 90% akcji zostało zbytych przez dwoje akcjonariuszy, którzy jednocześnie byli wyłącznymi wspólnikami spółki składającej wezwanie. Zob. *Charlesworth & Morse Company Law*, s. 874.

36 *Re Chez Nico (Restaurant) Ltd.* [1992] BCLC 192, [1991] BCC 736.

37 J. Than, *FS Claussen 1997*, s. 413.

38 Zob. szerzej R.T. Stroiński, *Cele oraz ryzyka przymusowego wykupu akcji w kodeksie spółek handlowych*, PPH 2001/12, s. 19.

39 W ustawodawstwach europejskich *squeeze-out* dopuszczalny jest w każdej spółce akcyjnej – publicznej i niepublicznej (Belgia przed nowelą z 7.05.1997 r., Holandia, Niemcy), bądź też jedynie w spółce publicznej (Belgia – po noweli z 7.05.1999 r., Francja, Włochy, Szwajcaria).

40 Ustawa z 21.08.1997 r. (DzU z 1997 r. nr 118, poz. 754) – dalej zwana Prawem papierów wartościowych.

oraz dla ceny wykupu – art. 417 § 1 k.s.h.). Ponadto takie zawężenie wywołuje również wątpliwości aksjologiczne. Skoro bowiem w toczącej się w polskiej literaturze dyskusji nad konstytucyjnością przymusowego wykupu⁴¹ jako usprawiedliwienie instytucji przytacza się kapitałowy charakter spółki akcyjnej,⁴² to oczywistością jest, że bardziej kapitałowa jest właśnie spółka publiczna.

Zakres podmiotowy

W kwestii unormowania zakresu podmiotowego *squeeze-out* prawo brytyjskie okazuje się bardziej liberalne niż ma to miejsce pod rządami kodeksu spółek handlowych. O ile bowiem polski ustawodawca zezwala na dokonanie wykupu przez maksymalnie pięciu akcjonariuszy, o tyle prawo brytyjskie ograniczenia takiego nie przewiduje. Jedynym wymogiem jest tutaj tylko to, aby podmioty dokonujące przymusowego wykupu złożyły uprzednio łącznie ofertę (*joint offer*) i aby oferta ta zakończyła się powodzeniem.

Przesłanki przymusowego wykupu

Przesłanka większości

Jeżeli chodzi o przesłankę kapitałową, to znaczy próg, którego osiągnięcie umożliwiłoby przeprowadzenie *squeeze-out*, należy zwrócić uwagę na zupełnie odmienne rozwiązania przyjęte w każdym z porównywanych modeli. O ile bowiem ustawodawca brytyjski nawiązuje wyłącznie do sukcesu wezwania, o tyle z punktu widzenia art. 418 k.s.h. miarodajny jest udział w kapitale zakładowym. Dyferencja ta utrudnia proste porównanie progów. Porównanie takie staje się możliwe dopiero po dokładniejszym przyjrzeniu się modelowi brytyjskiemu. Sukces wezwania przekłada się bowiem ostatecznie na udział w kapitale spółki. Udział ten będzie tym wyższy, im wyższy był wyjściowy stan posiadania przejmującego w kapitale spółki. W prawie brytyjskim próg ten jest zatem ruchomy i wynosi od 90 do niemal 100%.

Na poparcie zasługuje model przyjęty w polskiej ustawie. Rozwiązanie brytyjskie zupełnie niepotrzebnie utrudnia przeprowadzenie *squeeze-out* ze strony tych akcjonariuszy, którzy już uprzednio dysponowali znaczącym udziałem w kapitale spółki docelowej.

Sposób osiągnięcia progu

Należy podkreślić, że w przypadku przesłanek przymusowego wykupu prawo polskie – odmiennie od rozwiązania brytyjskiego – nie przewiduje konieczności uprzedniego wzywania akcjonariuszy do dobrowolnego zbycia posiadanych przez nich akcji. Ujmując to bardziej ogólnie, należy stwierdzić, że różnica sprowadza się do tego, w jaki sposób główny akcjonariusz osiągnął wymaganą do wycisnienia liczbę akcji. W odróżnieniu od rozwiązania brytyjskiego, które wymaga, aby akcje zostały nabyte w drodze wezwania, prawo polskie nie przewiduje w tej mierze

żadnych restrykcji. Słuszne jest rozwiązanie przyjęte przez polskiego ustawodawcę. Na poparcie tej tezy powtórzyć można przytoczony już argument, że korzyści wynikające z instytucji przymusowego wykupu odrywają się również od sposobu osiągnięcia pozycji głównego akcjonariusza.

Techniczno-prawne aspekty przymusowego wykupu

Również w zakresie sposobu przeprowadzenia przymusowego wykupu rysują się znaczące różnice pomiędzy porównywanymi ustawodawstwami. Zgodnie z art. 418 § 1 k.s.h. *squeeze-out* dokonywany jest w drodze kwalifikowanej uchwały walnego zgromadzenia (9/10 oddanych głosów). Według modelu brytyjskiego tego rodzaju akt korporacyjny nie jest w ogóle konieczny, zaś procedura *compulsory acquisition* wszczynana jest przez oświadczenie przejmującego o przymusowym wykupie (*notice*). Właściwsze jest rozwiązanie przyjęte w *Companies Act*.

- **Po pierwsze**, zauważyć należy, że zastrzeżenie uchwały walnego zgromadzenia budzić może wątpliwości natury jurydycznej.

W omawianym przypadku nie chodzi bowiem o środek przekształcenia spółki czy też o jakąkolwiek inną kwestię wewnętrzną. W szczególności nie następuje bowiem zmiana statutu, rozporządzenie majątkiem spółki czy też nawiązanie stosunku zależności.

- **Po drugie**, *squeeze-out* rozpatrywany musi być jedynie na płaszczyźnie relacji pomiędzy akcjonariuszem (akcjonariuszami) przejmującym a akcjonariuszami „wyciskanymi”.

Nie bez znaczenia są również w tym kontekście koszty zwoływania i odbywania „pożegnane” dla wykluczonych akcjonariuszy walnego zgromadzenia w sytuacji, gdy wynik głosowania i tak jest już przesądzony.

Kwestia ustalenia ceny przejęcia

Sposób ustalenia ceny przejęcia w Wielkiej Brytanii ściśle łączy się z przesłanką dopuszczalności *squeeze-out* w postaci konieczności złożenia oferty nabycia akcji oraz sukcesu tej oferty. Cena przejęcia musi być co najmniej równa cenie obowiązującej podczas wezwania. W prawie polskim natomiast, które nie jest „przygotowane” na wypadek przymusowego wykluczenia akcjonariuszy spółki (do niedawna) publicznej, znaleźć można stosowne uregulowanie jedynie dla spółki prywatnej.

⁴¹ Zob. P. Bielski, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej*, PPH 2001/11, s. 11; A. Szumański, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy*, PPH 2001/11, s. 1; A. Szumański, *Prymat kapitału nad osobą*, „Rzeczpospolita” z 14.02.2001 r.; K. Kohutek, *Przymusowy wykup akcji w kodeksie spółek handlowych*, Kraków 2002, s. 24; J. Frąckowiak w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, pod red. K. Kruczałaka, Warszawa 1996 – 2001, art. 418, uw. 1.

⁴² R.T. Stroński, *Cele...*, s. 19; A. Szumański, *Przymusowy...*, s. 1, 3; A. Szumański, *Prymat*.



Zgodnie z art. 417 § 1 w zw. z art. 418 § 3 k.s.h. cena przejęcia ustalana jest przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie.

Trudno przyznać wyższość którejkolwiek z przyjętych metod, ponieważ wiążą się one z odmiennymi przesłankami dopuszczalności przymusowego wykupu. W Wielkiej Brytanii cena wykupu określana jest przez rynek i tylko atrakcyjna, co najmniej adekwatna do wartości akcji cena, skłoni 90% akcjonariuszy do akceptacji oferty, co warunkuje dopuszczalność przymusowego wykupu pozostałych wspólników. Na gruncie kodeksu spółek handlowych należy przyjąć, że ewentualna wartość rynkowa powinna być traktowana jako minimalna cena przymusowego wykupu. Ponadto należy zwrócić uwagę, że kwestia ustalenia odszkodowania dla „wyciskanych” akcjonariuszy nie może być rozpatrywana w oderwaniu od sądowej kontroli jego wysokości.

Sądowa kontrola i środki prawne

Odmienne ukształtowanie „technicznej” strony instytucji przymusowego wykupu w zestawianych ustawodawstwach implikuje różnice proceduralne w zakresie prawnej ochrony „wyciskanych” akcjonariuszy. Chodzi mianowicie o to, że odmiennie niż prawo brytyjskie polska ustawa zastrzega dla wykonania przymusowego wykupu kompetencję walnego zgromadzenia, które podejmuje w tej mierze kwalifikowaną uchwałę. Dlatego też z powodu braku odmiennej, specyficznej dla tego typu przypadku, drogi postępowania procedura zmierzająca do poddania całego mechanizmu przymusowego wykupu sądowej kontroli rozpoczynać się musi od zakwestionowania leżącego u jego podstaw aktu korporacyjnego, którym jest wspomniana uchwała walnego zgromadzenia. Inaczej przedstawia się sytuacja według prawa brytyjskiego, gdzie do przymusowego wykupu wystarczające jest oświadczenie przejmującego (*notice*).

Przeprowadzone porównanie wypada na korzyść modelu brytyjskiego. Charakteryzuje się on większą elastycznością,

jako że orzeczenie sądowe może bądź to udaremnić *squeeze-out*, bądź też jedynie zmodyfikować jego warunki. Sąd orzekający natomiast na podstawie art. 422 w związku z art. 418 k.s.h. (powództwo o uchylenie uchwały) będzie mógł jedynie uchylić uchwałę i doprowadzić zarazem do unicestwienia całego przedsięwzięcia. Jeśli natomiast kwestionowana jest sama cena przejęcia, czyli wysokość odszkodowania dla wykluczanych akcjonariuszy, wówczas skarżącemu pozostaje droga, którą otwiera kaskadowe odesłanie art. 418 § 3 do art. 417 § 1 *in fine* i do art. 312 § 8 k.s.h. Droga utworzona wymienionym odesłaniem – aby była drożna – wymaga jeszcze dokładniejszego oznakowania. Kwestia ta wykracza jednak poza ramy niniejszego opracowania.

Prawo wystąpienia akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki (*reverse squeeze-out*)

W odróżnieniu od prawa brytyjskiego prawo polskie nie przewiduje, co do zasady, prawa akcjonariuszy mniejszościowych do żądania wykupu ich akcji w sytuacji, kiedy akcjonariusz większościowy stał się głównym akcjonariuszem, czyli osiągnął próg umożliwiający dokonanie przymusowego wykupu (namiastką prawa do żądania wykupu jest co prawda art. 516 § 3 k.s.h., który odnosi się jedynie do przypadku łączenia się spółek). Wydaje się, że w sytuacji, kiedy dopuszczalność przymusowego wykupu nie jest uzależniona od konieczności złożenia oferty wykupu akcji, wprowadzenie do polskiego prawa tzw. *reverse squeeze-out* byłoby z punktu widzenia ochrony pozycji akcjonariuszy mniejszościowych szczególnie pozytywne.

Arkadiusz Radwan

Autor jest doktorantem w Katedrze Prawa Gospodarczego Prywatnego Uniwersytetu Jagiellońskiego.

W najbliższych numerach miesięcznika



**PRZEGLĄD
PRAWA
HANDLOWEGO**

**polecamy
między innymi:**

Katarzyna Górka – *Status prawny stron umowy o pośrednictwo w obrocie nieruchomościami*

Michał Romanowski – *Kapitał docelowy – podwyższenie kapitału zakładowego*

Przemysław Drapała – *Roszczenie z tytułu nienależnego świadczenia*

Norbert Kowal – *Kurator rejestrowy w postępowaniu przed sądem prowadzącym Krajowy Rejestr Sądowy*

Wojciech Machnicki – *Odpowiedzialność deliktowa państwa za szkody spowodowane naruszeniem prawa Wspólnoty Europejskiej*