

Squeeze-out? Tak!, ale nie tak – kilka uwag na temat planowanej nowelizacji art. 418 k.s.h.*

ARKADIUSZ RADWAN LL.M.

Uniwersytet Jagielloński

Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

Instytucja przymusowego wykupu akcji – od momentu jej wprowadzenia do polskiego porządku prawnego – wzbudzała i wzbudza szereg kontrowersji, tak co do kształtu regulacji, jak i co do samej jej zasadności i konstytucyjnej dopuszczalności¹. Nie jest zatem zaskoczeniem, że przygotowywany obecnie obszerny projekt nowelizacji kodeksu spółek handlowych² przewiduje również pewne zmiany w zakresie regulacji tytułowej instytucji. Niniejsze opracowanie ma na celu krytyczną analizę potrzeby i kierunków nowelizacji ustawowej regulacji przymusowego wykupu akcji.

Zagadnienia wstępne

W uzasadnieniu projektu ustawy – Kodeks spółek handlowych³ przeczytać można między innymi, że przymusowy wykup akcji wzorowany jest na prawie holenderskim, francuskim i belgijskim⁴. Obecnie jednak tytułowa instytucja przeszła już pewien okres praktycznej weryfikacji także w polskim obrocie gospodarczym. Jednocześnie była ona przedmiotem ożywionej dyskusji w doktrynie⁵. Pod wpływem praktycznych doświadczeń oraz teoretycznych analiz ustawodawca doszedł do przekonania, że treść normatywna zawarta w art. 418 k.s.h. powinna ulec pewnej, tak merytorycznej, jak i technicznoprawnej, korekcie. Okazją ku temu ma być przygotowywana obecnie obszerna nowelizacja kodeksu spółek handlowych, której projekt znajduje się już w zaawansowanym stanie prac legislacyjnych. Punktem wyjścia do dalszych rozważań będzie przedstawienie obecnego stanu prawnego ze wskazaniem na ewentualne wątpliwości interpretacyjne obowiązujących przepisów. W dalszej części omówione zostaną konkretne propozycje zmian legislacyjnych zawarte w projekcie. Zmiany te zostaną następnie poddane wartościującej analizie. W końcowej części zasygnalizowane zostaną potrzeby i kierunki dalszych zmian ustawowych.

Lex lata

Przesłanki z zakresu obowiązywania instytucji

Trzon regulacji normatywnej przymusowego wykupu akcji zawarto w art. 418 k.s.h. Przepis ten decyduje o dopuszczalności przymusowego wykupu oraz określa jego przesłanki i zakres stosowania. Zgodnie ze wzmiarkowanym przepisem wymienić można następujące przesłanki *squeeze-out*:

Po stronie czynnej (wykupujący/wyciskający):

- nie więcej niż pięciu akcjonariuszy,
- posiadających łącznie co najmniej 90 proc. kapitału zakładowego.

Po stronie biernej (wykupywani/wyciskani)

- akcjonariusze reprezentujący nie więcej niż 5 proc. kapitału zakładowego.

Uchwała walnego zgromadzenia

- podjęta większością 9/10 głosów (art. 418 § 1 k.s.h.), z zastrzeżeniem postanowienia art. 416 § 2 w zw. z art. 418 § 1 *in fine* k.s.h. (zniesienie przywilejów i ograniczeń co do wykonywania prawa głosu z akcji).

Jednocześnie ustawodawca wyraźnie ogranicza dopuszczalność stosowania instytucji *squeeze-out* jedynie w odniesieniu do spółek niepublicznych (art. 418 § 4 k.s.h.).

Kwestie proceduralne

Większość kwestii proceduralnych związanych z przeprowadzeniem przymusowego wykupu uregulowano w drodze odesłania. Uchwała walnego zgromadzenia podjęta w głosowaniu jawnym i imiennym (art. 416 § 3 w zw. z art. 418 § 1 *in fine* k.s.h.) powinna określać akcje podlegające wykupowi oraz akcjonariuszy, którzy zobo-

* Autor pragnie podziękować Thomas-Berberich-Stiftung w Bonn, dzięki stypendium której niniejsze opracowanie mogło powstać w obecnym kształcie.

wiązują się wykupić akcje, jak również określać akcje przypadające każdemu z nabywców (art. 418 § 2 zd. 1 k.s.h.). Uchwała podlega ogłoszeniu (art. 416 § 3 w zw. z art. 418 § 1 *in fine* k.s.h.). Skuteczność uchwały zależy od wykupienia akcji wyciskanych akcjonariuszy.

Wykupu akcji dokonuje się za pośrednictwem zarządu (art. 417 § 1 *in fine* w zw. z art. 418 § 3 zd. 2 k.s.h.). Zarząd działa na rachunek akcjonariuszy przejmujących (art. 417 § 3 w zw. z art. 418 § 3 zd. 2 k.s.h.).

Cena wykupu

Akcjonariusze, którzy mają nabyć akcje i głosowali za uchwałą, odpowiadają solidarnie wobec spółki za spłacenie całej sumy wykupu (art. 418 § 2 zd. 2 k.s.h.). Określenie ceny wykupu oraz kontrola jej adekwatności dokonywane są w wyniku procedury uregulowanej za pomocą kaskadowego odesłania zawartego w art. 418 § 3 zd. 2 k.s.h.

Na podstawie tego odesłania zastosowanie znajdują przepisy określające cenę akcji wykupywanych w związku z istotną zmianą przedmiotu działalności spółki (art. 416–417 k.s.h.). Zgodnie z dyspozycją art. 417 § 1 k.s.h. wykupu akcji dokonuje się po cenie notowanej na rynku regulowanym, według przeciętnego kursu z ostatnich trzech miesięcy przed powzięciem uchwały, albo też gdy akcje nie są notowane na rynku regulowanym, po cenie ustalonej przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie. Sformułowanie takie musi nasuwać wątpliwości, jeżeli zestawić je z brzmieniem art. 418 § 4 k.s.h., który wyłącza stosowanie przymusowego wykupu w odniesieniu do spółek publicznych. Nie jest mianowicie jasne, jakie znaczenie ma kurs akcji, jeżeli bezpośrednio przed uchwałą w kwestii przymusowego wykupu przeprowadzono *delisting* i wycofano akcje spółki z publicznego obrotu. Wydaje się, że *de lege lata* kurs akcji nie ma znaczenia normatywnego, ponieważ w momencie podjęcia uchwały o przymusowym wykupie spółka jest (i musi być) spółką niepubliczną (art. 418 § 4 k.s.h.). Taki stan jest niezadowolający, ponieważ nie uwzględnia on kursu akcji sprzed wycofania ich z publicznego obrotu. Jedyną metodą ustalenia ceny przejęcia pozostaje zatem wycena przez biegłego rewidenta wybranego przez walne zgromadzenie. Jeżeli akcjonariusze nie wybiorą biegłego podczas walnego zgromadzenia, na którym podjęto uchwałę o przymusowym wykupie, wówczas zarząd zwróci się w terminie tygodnia od dnia walnego zgromadzenia do sądu rejestrowego o wyznaczenie biegłego celem wyceny akcji będących przedmiotem wykupu (art. 417 § 1 k.s.h.).

Biegły rewident powinien sporządzić w dwóch egzemplarzach szczegółową opinię dotyczącą wyceny (art. 312 § 5 w zw. z art. 417 § 1 k.s.h.).

Pewne wątpliwości związane są z analogicznym stosowaniem art. 312 § 8 k.s.h. Zgodnie bowiem z wymienionym przepisem, dotyczącym pierwotnie wyceny aportów przy zakładaniu spółki, w przypadku rozbieżności zdań między założycielami a biegłym rewidentem spór rozstrzyga sąd rejestrowy na wniosek założycieli. Na gruncie *squeeze-out* chodzi mianowicie o ustalenie, kto jest uprawniony z wystąpieniem do sądu z wnioskiem o zbadanie adekwatności wyceny wykupywanych akcji. Można bowiem teoretycznie przyjąć, że są to bądź przejmujący, bądź wykupywani, bądź też tak jedni, jak i drudzy. Wydaje się, że przez wzgląd na interesy zainteresowanych podmiotów przyjąć należy, że z wnioskiem takim może wystąpić zarówno akcjonariusz wykupujący, jak i wykupywany. Na postanowienie sądu wydane w wyniku rozpatrzenia wniosku nie przysługuje środek odwoławczy. Sąd rejestrowy może wyznaczyć nowego biegłego rewidenta, jeżeli uzna to za uzasadnione (art. 312 § 8 w zw. z art. 417 § 1 k.s.h.). Zarząd powinien wydać nabyte akcje po uiszczeniu całej sumy wykupu zgodnie z planem ich podziału, określonym w uchwale (art. 418 § 3 zd. 1 k.s.h.).

Inicjatywa ustawodawcza oraz motywy nowelizacji

Głównym inicjatorem zmian legislacyjnych była Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych (PKPP), która przygotowała obszerny projekt ustawy o zmianie kodeksu spółek handlowych i niektórych innych ustaw. W katalogu kierunków proponowanych zmian nowelizację regulacji *squeeze-out* zaliczono do „nieznacznych zmian merytorycznych służących usprawnieniu funkcjonowania istniejących w kodeksie instytucji czy też uwzględniających postulaty zgłoszone po wejściu w życie kodeksu spółek handlowych”⁶.

W uzasadnieniu autorzy projektu wskazali na konieczność wprowadzenia instrumentów ochronnych dla niektórych uczestników obrotu, przykładowo poprzez wzbogacenie regulacji i wprowadzenie większych ograniczeń do przepisów o przymusowym wykupie drobnych akcjonariuszy. Zwrócono uwagę na kontrowersje związane z wprowadzeniem art. 418 k.s.h., zwłaszcza z uwagi na łatwość wykorzystywania instrumentu *squeeze-out* oraz na brak instrumentów ochrony po stronie drobnych akcjonariuszy⁷.

Proponowane zmiany legislacyjne

Przesłanki uprawniające do wykonania *squeeze-out*

Zgodnie z omawianym projektem ustawy obecny art. 418 § 1 k.s.h. miałyby otrzymać następujące

brzmienie: „Walne zgromadzenie może powziąć uchwałę o przymusowym wykupie akcji akcjonariuszy reprezentujących nie więcej niż 5 proc. kapitału zakładowego (akcjonariusze mniejszościowi) przez nie więcej niż pięciu akcjonariuszy, posiadających łącznie nie mniej niż 95 proc. kapitału zakładowego, z których każdy posiada nie mniej niż 5 proc. kapitału zakładowego. Uchwała wymaga większości dziewięćdziesięciu pięciu procent głosów oddanych. Statut może przewidywać surowsze warunki powzięcia uchwały. Przepisy art. 416 § 2 i 3 stosuje się odpowiednio”.

Oznacza to, że wejście w życie wymienionego przepisu w proponowanym kształcie oznaczałoby od tej chwili obowiązywanie następujących przesłanek przymusowego wykupu:

Po stronie czynnej (wykupujący/wyciskający):

- nie więcej niż pięciu akcjonariuszy,
- z których każdy posiada co najmniej 5 proc. kapitału zakładowego,
- i którzy łącznie reprezentują co najmniej 95 proc. kapitału zakładowego.

Po stronie biernej (akcjonariusze mniejszościowi – wykupywani/wyciskani):

- akcjonariusze reprezentujący nie więcej niż 5 proc. kapitału zakładowego.

Uchwała walnego zgromadzenia:

- podjęta większością 95 proc. głosów (art. 418 § 1 k.s.h.) z zastrzeżeniem postanowienia art. 416 § 2 w zw. z art. 418 § 1 *in fine* k.s.h. (zniesienie przywilejów i ograniczeń co do wykonywania prawa głosu z akcji).

Wprowadzenie wymogu, aby żaden z akcjonariuszy wykupujących nie miał mniej niż 5 proc. akcji, autoryzacji projektu uzasadniają zamiarem zapobieżenia „kompletowaniu” przez akcjonariusza większościowego wykupujących spośród niektórych akcjonariuszy mniejszościowych celem zrealizowania przesłanek wykupu⁸.

Generalnie proponowana nowelizacja oznacza zastrzeżenie dotychczasowych przesłanek formalnych dotyczących większości koniecznej do przeprowadzenia *squeeze-out*.

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

Istotnym novum jest planowane umożliwienie akcjonariuszom nieobjętym wykupem wystąpienia ze spółki poprzez żądanie wykupienia ich akcji przez akcjonariuszy większościowych (tj. wykupujących). W tej sytuacji można zatem mówić o odwróceniu przymusowego wykupu akcji, ponieważ stroną zobowiązaną do dokonania

wykupu są wówczas akcjonariusze większościowi (*reverse squeeze-out*). Zgodnie z proponowanym art. 418 § 2b k.s.h. skuteczność uchwały w przedmiocie przeprowadzenia *squeeze-out* zależy ma od wykupienia akcji przedstawionych do wykupu przez akcjonariuszy mniejszościowych, których akcje nie zostały objęte uchwałą o przymusowym wykupie. Jeżeli akcjonariusze ci byli obecni na walnym zgromadzeniu, wówczas powinni w terminie dwóch dni od dnia walnego zgromadzenia złożyć w spółce dokumenty akcji lub dowody ich złożenia do rozporządzenia spółki. W pozostałych przypadkach termin na złożenie dokumentów akcji wynosi miesiąc od dnia ogłoszenia uchwały. Niezłożenie dokumentów w określonym terminie oznacza rezygnację z prawa wystąpienia ze spółki.

Moment przejścia praw z akcji

Ustawa w nowym, proponowanym brzmieniu ma ponadto odmiennie niż dotychczas określać moment przejścia praw z wykupywanych akcji. Zgodnie z przyszłym art. 418 § 3 k.s.h. do dnia uiszczenia całej sumy wykupu akcjonariusze mniejszościowi mieliby zachować wszystkie uprawnienia z akcji. Zmiana ta przyczynić się ma do ochrony wykluczanych akcjonariuszy i zmobilizowania akcjonariuszy przejmujących do jak najszybszego uiszczenia ceny wykupu⁹.

Kwestie technicznoprawne

Część materii wchodzącej w zakres przymusowego wykupu akcji, zwłaszcza kwestie proceduralne oraz zagadnienia ustalenia ceny wykupu, uregulowana jest obecnie w drodze odesłania (normami odsyłającymi są art. 418 § 1 *in fine* oraz art. 418 § 3 zd. 2 k.s.h.). Planowane skreślenie art. 416 § 5 powoduje, że część odesłania zawartego w art. 418 § 1 *in fine* k.s.h. trafia w próżnię. Dlatego też planuje się przeniesienie zasadniczej treści normatywnej tego przepisu poprzez dodanie nowego art. 418 § 2a w brzmieniu: „akcjonariusze mniejszościowi, których akcje podlegają przymusowemu wykupowi, powinni w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia uchwały złożyć w spółce dokumenty akcji lub dowody ich złożenia do rozporządzenia spółki. Jeżeli akcjonariusz nie złożył dokumentu akcji w terminie, zarząd unieważnia ją w trybie art. 358, a nabywcy wydaje nowy dokument akcji pod tym samym numerem emisyjnym”¹⁰.

Ocena proponowanych zmian

Próg uprawniający do wykonania *squeeze-out*

Ustalenie konkretnego progu, osiągnięcie którego warunkuje możliwość wykonania „wyciśnięcia”, jest za-

wsze pewnym kompromisem; kolidującymi wartościami są tutaj z jednej strony interes akcjonariuszy większościowych (a częstokroć również interes samej spółki albo grupy przedsiębiorstw), natomiast z drugiej strony wartością relewantną prawnie jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych.

Relatywnie niski próg oznacza przyznanie priorytetu interesom większości (często również efektywności działalności gospodarczej), podczas gdy podniesienie progu oznacza wzmocnienie pozycji mniejszości. Teza ta jest prawdziwa w sytuacji, kiedy istnieje tylko jedna wartość graniczna (próg): większość wymagana do przeprowadzenia operacji jest wówczas korelatem mniejszości blokującej. Inaczej sprawa przedstawia się jednak wówczas, jeżeli przesłanka *squeeze-out* oparta jest na dwóch wartościach granicznych: minimalny próg dla akcjonariuszy wykupujących (większość uprawniająca) oraz maksymalny próg dla akcjonariuszy wyciskanych (mniejszość blokująca). Takie właśnie nowatorskie rozwiązanie przewiduje art. 418 § 1 k.s.h. w swoim obecnym kształcie. Rozwiązanie to zasługuje, co do zasady, na pełne poparcie. Łączy ono w sobie bowiem w elastyczny sposób względy racjonalności ekonomicznej i ochronę interesów większości z postulatami ochrony mniejszości.

Najpóźniej od momentu osiągnięcia przez głównego akcjonariusza(y) 90-proc. udziału w kapitale spółki aktualne stają się ekonomiczne argumenty przemawiające za dopuszczalnością *squeeze-out*: akcjonariusze mniejszościowi „dostarczają” spółce zbyt mało kapitału w stosunku do kosztów administracyjnych oraz innych niedogodności i ograniczeń związanych z występowaniem w spółce drobnych akcjonariuszy¹¹. „Ryczałtem” można przyjąć, że koszty te są niewspółmierne do korzyści spółki, jeżeli rozproszeni akcjonariusze dysponują łącznie udziałem nieprzekraczającym 10 proc. W niektórych przypadkach próg usprawiedliwiający ekonomicznie dokonanie przymusowego wykupu może być nawet niższy. Z drugiej strony istnieje jednak konieczność ochrony interesów mniejszości. Interes ten może być jednak różny, w zależności od tego, czy chodzi o akcjonariusza dysponującego tysięcznym ułamkiem kapitału, czy też takiego, który posiada pakiet reprezentujący kilka procent kapitału, w szczególności 5–9 proc. Przyjęcie jednego tylko progu oznacza dokonanie przez ustawodawcę określonego wyboru i ustalenie pewnych priorytetów. Przyjmując jednak dwa progi, jeden uprawniający (90 proc.) i drugi blokujący (5 proc.), można ominąć konieczność dokonywania takiego wyboru i uwzględnić jednocześnie oba opisane powyżej interesy. To oryginalne w ujęciu komparatystycznym¹² rozwiązanie pozwala na elastyczność podejścia w zależności od struktury akcjonariatu mniejszościowego w danej spółce (skonsolidowany czy rozproszony). Zasadnie możliwe jest bowiem *de lege lata* wykluczenie akcjona-

riuszy posiadających łącznie do 10 proc. kapitału spółki, pod warunkiem, że żaden z nich nie posiada samodzielnie więcej niż 5 proc. W doktrynie spotyka się jednak również niewłaściwą wykładnię art. 418 § 1 k.s.h., zgodnie z którym „wyciskani” akcjonariusze nie mogą łącznie posiadać więcej niż 5 proc. akcji¹³. Takie rozumowanie, jakkolwiek znajdujące również pokrycie w samym tekście ustawy, dezaktualizuje jednak opisaną powyżej zaletę rozwiązania opartego o dwa progi i wprowadza nadto niepotrzebne komplikacje.

Wymienione względy skłaniają do pozytywnej oceny rozwiązania przyjętego pierwotnie przez ustawodawcę w kodeksie spółek handlowych. Do propozycji zaostrezenia przesłanek dotyczących większości należy zatem odnieść się negatywnie. Zamiast podnoszenia progu do 95 proc. ustawodawca powinien skoncentrować się na doprecyzowaniu kwestii związanych z mniejszością blokującą. Wprawdzie prawa mniejszości zastrzeżone są w większości przypadków dla akcjonariuszy posiadających co najmniej 10 proc. udziału w kapitale spółki (art. 400 § 1¹⁴, art. 463 § 2¹⁵ k.s.h.), to jednak ustawowa konstrukcja niektórych spośród praw mniejszości nawiązuje do udziału w kapitale reprezentowanym podczas danego walnego zgromadzenia (art. 410 § 2 k.s.h.¹⁶)¹⁷ bądź też do innych wartości (art. 385 § 5 k.s.h.¹⁸). Ponadto źródłem prawa mniejszości jest również przepis art. 158b ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹⁹, który prawo złożenia wniosku o podjęcie uchwały w sprawie zbadania przez biegłego określonego zagadnienia związanego z utworzeniem spółki lub prowadzeniem jej spraw przyznaje już akcjonariuszom posiadającym chociażby 5 proc. ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Ponieważ prawa mniejszości są prawami kolektywnymi, okoliczność ta powinna być brana pod uwagę przy rozważaniu przesłanek przymusowego wykupu akcji. Obstając zatem przy pozostaniu przy dwóch progach, jako przesłankach *squeeze-out*, opowiadam się jednocześnie za szeroką interpretacją blokującego progu 5-proc. Zgodnie z tą interpretacją niemożliwe byłoby nie tylko wyciśnięcie akcjonariusza, który samodzielnie posiada pięcioprocentowy pakiet akcji, ale również wykluczenie zorganizowanej grupy akcjonariuszy, którzy pakiet taki posiadają łącznie. Ponieważ *squeeze-out* zakłada traktowanie drobnego akcjonariusza nie tyle jako członka korporacji (czego wyrazem jest brak ochrony członkostwa), ile jako pasywnego inwestora (na co wskazuje ochrona majątkowa), aktywność ze strony akcjonariuszy pragnących zapobiec wyłączeniu będzie oznaczać obalenie tego „domniemania” w indywidualnym przypadku. W każdym jednak razie wyłączenie będzie dopuszczalne, jeżeli oponujący akcjonariusze nie zdołają osiągnąć blokującego progu 5-proc.

Warto w tym miejscu zauważyć, że podobna idea, różniująca dopuszczalność *squeeze-out* w zależności

od aktywnej bądź pasywnej roli mniejszości, leżała u podstaw nowelizacji instytucji przymusowego wykupu akcjonariuszy spółek niepublicznych w Belgii²⁰. Obecnie w spółkach takich akcjonariusze, którzy sprzeciwiają się wykupowi – w tym przypadku jednak niezależnie od ilości posiadanych akcji²¹ – mogą pisemnie powiadomić głównego akcjonariusza o zamiarze pozostania w spółce, co niweczy wobec nich skutek operacji (art. 513 § 2(2) *Code des Societes/Wetboek van Vennootschappen*)²².

Sell-out right/reverse squeeze-out

Regulacja prawa (pozostałej w spółce) mniejszości do żądania wykupu ich akcji przez akcjonariusza większościowego w proponowanym obecnie kształcie (przyszły art. 418 § 2b k.s.h.) stanowi jedynie namiastkę właściwego *sell-out right*. Planowana regulacja ogranicza się bowiem do sytuacji, kiedy dochodzi do przeprowadzenia *squeeze-out*, z tym że nie obejmuje on w danym przypadku wszystkich drobnych akcjonariuszy. Prawo wystąpienia miałyby zatem przysługiwać jedynie tym pozostałym. W odróżnieniu od rozwiązania przyjętego przez twórców proponowanego art. 418 § 2b k.s.h., właściwe *sell-out right* stanowi przeciwieństwo (przeciwwagę) dla przymusowego wykupu (*reverse squeeze-out*) i jego przesłanką jest nie częściowe przeprowadzenie wykupu, ale już samo zaistnienie stanu, w którym przymusowy wykup byłby możliwy.

Moment przejścia praw z akcji

Kluczową kwestią w regulacji przymusowego wykupu akcji jest stworzenie gwarancji słusznego odszkodowania dla wykluczanych akcjonariuszy mniejszościowych. Chodzi przy tym z jednej strony o kwestię ustalenia adekwatnej ceny wykupu, z drugiej zaś o zagwarantowanie jej szybkiego i pełnego wypłacenia. W kwestii wysokości i sposobu ustalenia ceny wykupu projekt nie przewiduje niestety żadnych zmian, mimo iż byłyby one jak najbardziej pożądane dla spółek, które na krótko przed „wyciśnięciem” posiadały status spółek publicznych. Ustawa zajmuje się natomiast drugą ze wspomnianych kwestii, mianowicie zabezpieczeniem wykluczanych akcjonariuszy przed zwłoką z wypłatą należnych im kwot. Taką bowiem funkcję pełni przesunięcie momentu przejścia praw z akcji na chwilę uiszczenia całej sumy wykupu (art. 418 § 3 *in fine* w projektowanym brzmieniu). Rozwiązanie to uznać należy, co do zasady, za słusze. Pozostaje pytanie, jakie konsekwencje wiązać należy z zakwestionowaniem przez któregokolwiek z wykluczanych akcjonariuszy wysokości odszkodowania w trybie art. 312 § 8 w zw. z art. 417 § 1 k.s.h. Wydaje się, że przypadek taki powinien zostać doprecyzowany ustawowo. Prze-

ście praw z akcji powinno w takim przypadku zostać uzależnione od uiszczenia przez akcjonariuszy przejmujących ustalonej ceny wykupu połączonej z ustanowieniem zabezpieczenia w wysokości odpowiadającej różnicy między kwotą (wartością) uprawdopodobnioną przez skarżącego(cych) a kwotą ustaloną przez biegłego w trybie art. 417 § 1 w zw. z art. 418 § 3 k.s.h. Rozwiązanie takie uwzględnia w wystarczający sposób interesy drobnych akcjonariuszy podlegających wykluczeniu, nie pozostawiając jednocześnie miejsca na korporacyjny szantaż ze strony niektórych z nich; łatwo można sobie bowiem wyobrazić wywieranie presji na spółkę, czy też raczej na akcjonariusza większościowego, zmierzające do uzyskania przez niektórych spośród wykluczanych akcjonariuszy specjalnych korzyści majątkowych w zamian za nieopóźnianie całej operacji przymusowego wykupu. Pomijając inne negatywne aspekty takiego proceduru, oznaczałoby to równocześnie faktyczne naruszenie zasady równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 k.s.h.).

Kwestie technicznoprawne

Jeśli chodzi o kwestie technicznoprawne, to wiążą się one głównie z planowanym skreśleniem art. 416 § 5 k.s.h. stanowiącego część regulacji dotyczącej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych na wypadek podjęcia przez większość uchwały o istotnej zmianie przedmiotu działalności spółki. Zmiana, o której mowa, jest ze wszech miar słuszną, ponieważ dotychczasowy art. 416 § 5 k.s.h. wypaczał znaczenie regulacji o zmianie przedmiotu działalności, stanowiąc literalnie podstawę do przymusowego wykluczenia przegłosowanej mniejszości, co w żadnym wypadku nie dało się pogodzić z ochroną funkcją art. 416 k.s.h.²³. W uzasadnieniu do projektu ustawy wskazuje się w tym kontekście na sprzeczność art. 416 § 5 z art. 416 § 4 k.s.h.²⁴.

Treść normatywna dotychczasowego art. 416 k.s.h. pozostaje natomiast w zgodzie z ideą przymusowego wykupu akcji na podstawie art. 418 k.s.h. Dlatego też w związku z planowanym uchYLENIEM art. 416 § 5 „puste” staje się odesłanie zawarte dotychczas w art. 418 § 1 *in fine* k.s.h. W wymienionych okolicznościach przeniesienie treści normatywnej tego przepisu poprzez dodanie nowego art. 418 § 2a jest tak merytorycznie, jak i technicznoprawnie rozwiązaniem słusznym.

Uwagi de lege ferenda

Oprócz, a częściowo zamiast, proponowanych zmian istnieje potrzeba interwencji ustawodawcy w innych materiałach związanych z problematyką przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy. Z uwagi na rozmiar i charakter opracowania poniżej zostaną jedynie zasygnalizowane kierunki takich zmian.

Harmonizacja z prawem o publicznym obrocie papierami wartościowymi

Najistotniejszą kwestią wydaje się być konieczność wzajemnego dostosowania regulacji *squeeze-out* i odpowiednich przepisów prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi (dalej pr.pap.w.). Obecnie bowiem prawo sankcjonuje istnienie pewnej fikcji, zgodnie z którą przymusowy wykup nie może zostać przeprowadzony w spółkach publicznych. Rzeczywiste znaczenie tego przepisu jest jednak takie, że narzuca on określoną kolejność postępowania przy „wyciskaniu” akcjonariuszy spółki publicznej. Mianowicie jedyną dopuszczalną sekwencją jest obecnie *delisting* i wycofanie akcji z publicznego obrotu, a dopiero w dalszej kolejności dokonanie *squeeze-out*. Ustalenie takiej kolejności, jako jedynie dopuszczalnej, może budzić uzasadnione wątpliwości. Po pierwsze, nic nie stoi na przeszkodzie, aby obie operacje przeprowadzić jednocześnie albo nawet najpierw dokonać wykupu, a dopiero następnie „zdjąć” spółkę z rynku regulowanego. Wiele praktycznych względów przemawia właśnie za takim rozwiązaniem. Ponadto uprzednie wycofanie spółki wiąże się z koniecznością ogłoszenia publicznego wezwania do sprzedaży wszystkich pozostałych akcji spółki znajdujących się w obrocie (art. 151 i nast. w zw. z art. 86 ust. 4 pr.pap.w.). Jeśli nawet przyjąć, że ustawodawca zamierzał zmusić akcjonariusza większościowego do złożenia takiego wezwania, to cena oferowana w ramach wezwania nie powinna pozostawać bez wpływu na cenę przymusowego wykupu. Ponadto uderzająca jest różnica pomiędzy sposobem obliczenia ceny na podstawie art. 155 pr.pap.w. oraz art. 417 § 1 k.s.h., nie mówiąc już o wątpliwościach związanych ze stosowaniem tego ostatniego w odniesieniu do spółek, których akcje zostały wycofane z publicznego obrotu w przededniu *squeeze-out*²⁵.

Przymusowy wykup akcji obciążonych prawem osoby trzeciej

Kolejną wartą rozważenia kwestią jest potraktowanie akcji obciążonych w chwili wykonania *squeeze-out* prawem osoby trzeciej. Można sobie mianowicie wyobrazić, że akcje będące przedmiotem wykupu obciążone są ograniczonym prawem rzeczowym: prawem zastawu lub użytkownika. W sytuacji takiej zachodzi pytanie o dalszy los ograniczonego prawa rzeczowego. *De lege lata* należy przyjąć, iż prawo użytkownika czy zastawu na akcjach pozostaje w mocy, pomimo przejścia własności akcji, ponieważ zgodnie z ogólną regułą prawa cywilnego zmiana po stronie podmiotowej (właścicielskiej) nie powoduje ustania ograniczonego prawa rzeczowego (por. art. 311 w zw. z art. 328 k.c.). Rozwiązanie takie jest jednak trudne do pogodzenia z celem przymusowego wykupu na podstawie art. 418

k.s.h. Dlatego też w zasygnalizowanej materii wskazana byłaby interwencja ustawodawcy. Nowa regulacja powinna przewidywać, iż akcje przechodzą na przejmujących akcjonariuszy jako wolne od zobowiązań. Oznacza to jednoczesne wygaśnięcie prawa użytkownika, przy czym ewentualne wzajemne roszczenia wykupowanego akcjonariusza i użytkownika powinny zostać pozostawione ich stosunkowi wewnętrznemu. W odniesieniu natomiast do akcji będących przedmiotem zastawu należy przyjąć na zasadzie surogacji, iż zabezpieczenie rozciąga się na wierzytelność o wypłatę ceny wykupu (etap ten zostanie pominięty z wejściem w życie proponowanego art. 418 § 2b k.s.h.), a następnie wypłacona kwota powinna zostać przez zastawnika zaliczona na poczet wierzytelności, względnie przybrać charakter kaucji. Jednocześnie osobom, którym przysługują ograniczone prawa rzeczowe do akcji, należy przyznać prawo do zakwestionowania prawidłowości ich wyceny w trybie art. 312 § 8 w zw. z art. 417 § 1 k.s.h.

Wprowadzenie odrębnego postępowania w sprawach dotyczących wyceny

Kolejną kwestią, mającą charakter bardziej generalny, jest stworzenie specjalnego trybu postępowania dla spraw, w których jedynym zagadnieniem spornym są kwestie majątkowe (tj. ustalenie ceny wykupu, ceny emisyjnej, stosunku wymiany akcji itp.). Możliwe zastosowanie tej procedury dotyczyłoby, oprócz przymusowego wykupu akcji (art. 418 k.s.h.), również przypadku połączenia (art. 509 § 3 k.s.h.) oraz ceny emisyjnej akcji wydawanych z wyłączeniem prawa poboru (art. 433 § 2 k.s.h.), jeżeli kwestią sporną jest sam fakt adekwatności ceny emisyjnej nowych akcji. Przy wprowadzeniu tego rodzaju postępowania rozwiązań należałoby sięgnąć do rozwiązań i doświadczeń niemieckich.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza ukazuje, iż proponowane zmiany zasługują na zróżnicowaną ocenę. Najpoważniejsze zmiany, idące w kierunku podniesienia progu wymaganego do wykonania *squeeze-out*, należy uznać za zbędne i wręcz szkodliwe. Obowiązujący stan prawny oparty na istnieniu dwóch progów w większym zakresie umożliwia indywidualne potraktowanie każdego przypadku w zależności od struktury akcjonariatu mniejszościowego. Ochrona mniejszości powinna realizować się nie poprzez podnoszenie progów, lecz poprzez szeroką wykładnię pojęcia mniejszości blokującej, tak aby objąć tym pojęciem także zorganizowane grupy akcjonariuszy.

Prawo akcjonariuszy do wystąpienia ze spółki w kształcie, w jakim zaproponowano je przez dodanie

art. 418 § 2b, jest tylko namiastką *sell-out right*. Umożliwienie wyjścia ze zdominowanej spółki byłoby jednak z pewnością istotnym wzmocnieniem pozycji prawnej drobnych akcjonariuszy. Dlatego też należy opowiedzieć się za szerszym ujęciem *sell-out right*, aniżeli ma to miejsce w obecnej wersji projektu.

Jeżeli chodzi o kwestie technicznoprawne, to proponowane zmiany, związane z zasadnym skreśleniem art. 416 § 5 k.s.h., zasługują na poparcie.

Słuszne jest również uzależnienie przejścia praw z akcji od uiszczenia w pełnej wysokości ceny przejęcia. Doprecyzowania wymaga tu jedynie przypadek zakwestionowania ceny wykupu przez wykluczanych akcjonariuszy.

Jednocześnie projekt pomija kilka istotnych kwestii, które decydują o niedoskonałości obecnej regulacji. Kwestie te, z których najważniejsza jest potrzeba harmonizacji regulacji *squeeze-out* i prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, powinny niezwłocznie znaleźć się w centrum zainteresowania ustawodawcy.

¹ Przeciwko dopuszczalności *squeeze-out* zob. P. Bielski, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej*, PPH 11/2001, s. 11–19; J. Frąckowiak [w:] K. Krużalak (red.), *Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz*, Warszawa 1996–2001, art. 418, uw. 1; K. Kohutek, *Przymusowy wykup akcji w kodeksie spółek handlowych*, Kraków 2002, s. 24 i nast.; Za dopuszczalnością instytucji zob. A. Szumański, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy*, PPH 11/2001, s. 1–10; A. Szumański, *Prymat kapitału nad osobą*, „Rzeczpospolita” z 14 lutego 2001 r., dział Prawo; R.T. Stroiński, *Cele oraz ryzyka przymusowego wykupu akcji w kodeksie spółek handlowych*, PPH 12/2001, s. 19–28; J. Warchoń, *Własność bez aureoli*, „Rzeczpospolita” z 14 czerwca 2002 r., dział Prawo; A. Radwan, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy w prawie brytyjskim na tle k.s.h.*, PPH 1/2003, s. 41–48.

² Zob. projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, projekt dostępny w Internecie na stronie Ministerstwa Sprawiedliwości: www.ms.gov.pl.

³ Ustawa z 15 września 2000 r. (Dz.U. Nr 94, poz. 1037).

⁴ Zob. *Uzasadnienie projektu ustawy – k.s.h. (wyciąg)* [w:] *Nowe prawo spółek handlowych, Ustawa z 15 września 2000 roku, Zarys zmian z komentarzem*, praca zbiorowa pod red. M. Klimeckiego, R. Szymkowiaka i P. Zglińskiego, Poznań 2000, s. 58; zob. też S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Uzasadnienie projektu ustawy – Prawo spółek handlowych*, „Studia Prawnicze” 1999, nr 1–2, s. 177.

⁵ Zobacz w szczególności: P. Bielski, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej*, PPH 11/2001, s. 11–19; I. Knurowska, *Możliwości wyłączenia akcjonariusza ze spółki akcyjnej*, PPH 4/2001, s. 26–34; K. Kohutek, *Przymusowy wykup akcji w kodeksie spółek handlowych*, Kraków 2002; A. Niedzielska, *Wyciągnięcie, czyli eliminacja mniejszościowych akcjonariuszy*, „Rzeczpospolita” z 11 maja 2001 r., dział Prawo; A. Radwan, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy w prawie brytyjskim na tle k.s.h.*, PPH 1/2003, s. 41–48; R.T. Stroiński, *Cele oraz ryzyka przymusowego wykupu akcji w kodeksie spółek handlowych*, PPH 12/2001, s. 19–28; A. Szumański, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy*, PPH 11/2001, s. 1–10; A. Szumański,

Prymat kapitału nad osobą, „Rzeczpospolita” z 14 lutego 2001 r., dział Prawo; J. Warchoń, *Własność bez aureoli*, „Rzeczpospolita” z 14 czerwca 2002 r., dział Prawo.

⁶ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część ogólna, s. 2; Uzasadnienie projektu ustawy zgłoszonego przez PKPP, część ogólna, pkt IV.4.

⁷ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część ogólna, s. 6; Uzasadnienie projektu ustawy zgłoszonego przez PKPP, część ogólna, pkt IV.4.

⁸ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część szczegółowa, s. 40.

⁹ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część szczegółowa, s. 41.

¹⁰ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część szczegółowa, s. 40.

¹¹ Zob. T. Baums, *Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung* [w:] Rüdiger von Rosen/Werner G. Seifert, *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, Heusenstamm 1999, s. 165 (182).

¹² Na temat regulacji *squeeze-out* w państwach obcych zob. zwłaszcza J. Warchoń, *Regulacja instytucji squeeze-out i reverse squeeze-out w Unii Europejskiej*, PPH 12/2002, s. 32–39; A. Radwan, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy w prawie brytyjskim na tle k.s.h.*, PPH 1/2003, s. 41–48.

¹³ Tak A. Szumański [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo Spółek*, Bydgoszcz–Kraków 2002, s. 684; A. Szumański, *Przymusowy...* op. cit., s. 8; I. Knurowska, *Możliwości...* op. cit., s. 29; A. Niedzielska, *Wyciągnięcie...* op. cit.

¹⁴ Prawo żądania zwoływania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia i umieszczania określonych spraw w porządku obrad.

¹⁵ Prawo żądania uzupełnienia listy likwidatorów przez sąd przez ustanowienie jednego lub dwóch dodatkowych likwidatorów.

¹⁶ Prawo sprawdzenia listy obecności zawierającej spis uczestników walnego zgromadzenia oraz wybór jednego spośród trzech członków komisji sprawdzającej tę listę.

¹⁷ Warto w tym miejscu mieć na uwadze, iż przeciętną frekwencję na walnych zgromadzeniach polskich spółek szacuje się na 43,5 proc. (dane za 2000 r., źródło P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji*, opracowanie IBnGR, Gdańsk 2001).

¹⁸ Prawo żądania wyboru jednego członka rady nadzorczej w grupie zastrzeżone dla akcjonariuszy dysponujących taką częścią akcji, która wynika z podziału ogólnej liczby akcji reprezentowanych przez liczbę członków rady nadzorczej danej spółki.

¹⁹ Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. (j.t. Dz.U. 2002 r. Nr 49, poz. 447).

²⁰ Ustawa nowelizująca z 16 czerwca 1998 r.

²¹ Ten właśnie element, jako podważający sens instytucji *squeeze-out*, spotkał się z krytyką w piśmiennictwie, zob. Van Beirs, *Rachat force d'actions minoritaires: un volte-face législatif*, artykuł opublikowany w Internecie pod adresem: <http://www.idefisc.cx/articles/actions-minoritaires.html>.

²² Zob. na ten temat sprawozdanie nr 1415/1-97/98 z posiedzenia Belgijjskiej Izby Reprezentantów (*Chambre des Représentants de Belgique / Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers*) z 9 lutego 1998 r., s. 1, 10.

²³ Por. art. 409 k.h.

²⁴ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, część szczegółowa, s. 39.

²⁵ Zob. wyżej uwagi zawarte w punkcie II.3.