

Prof. dr hab. Jacek Mazurkiewicz
Instytut Nauk Prawnych
Uniwersytetu Zielonogórskiego

Recenzja
pracy doktorskiej
mgr. Dominika Delczyka
„Przymusowy wykup akcji. Konflikt wartości i interesów”
napisanej pod naukową pieczęcią prof. dr. hab. Roberta Stefanickiego

Praca składa się z wprowadzenia, dziewięciu rozdziałów oraz podsumowania.

Kolejne rozdziały noszą tytuły: „Podstawowe pojęcia”, „Wartości zasługujące na ochronę prawną”, „Kwestia zgodności przepisów dotyczących *squeeze-out*’u z Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej”, „Przyczyny przeprowadzania przymusowego wykupu akcji”, „Problem określenia kręgu osób mogących nabyć i zbyć akcje w trybie przymusowego wykupu akcji”, „Konflikt wartości i interesów związany z metodami inicjowania i przeprowadzania wykupu”, „Kwota otrzymywana przez akcjonariuszy pozbawianych akcji i związane ze *squeeze-out*’em obowiązki podatkowe”, „Sądowa obrona przed przymusowym wykupem akcji” oraz „Przymusowy wykup akcji na tle innych instytucji prawnych”.

Zawartą w nich właściwą część poprzedza spis treści, kończy bibliografia zawierająca przede wszystkim wykaz piśmiennictwa, orzecznictwa i aktów prawnych.

* * *

Mogłoby się wydawać, że „Wprowadzenie” oraz to, co jest rozdziałem pierwszym, choć Autor go – podobnie jak inne rozdziały – rozdziałem nie nazwał, nie inspirują do istotnych refleksji. Zatytułowany „Podstawowe pojęcia” streszcza, choć to pozór, piśmiennicze i jurysprudencyjne poglądy, pojęcie i historię instytucji przymusowego wykupu akcji, istotę pojęcia konfliktu wartości i interesów, pojęcie spółki handlowej oraz jej interesu, pojęcie grupy spółek i jej interesu, pojęcie akcjonariusza, jego interesu oraz interesu publicznego.

Nie będę referował tego, co nie budzi moich wątpliwości, być może dlatego, że choć obecny piśmienniczo *a casu ad casum* w polskiej komercjalistyce prawniczej, nie uważam się za uprawnionego tu do polemik, tym bardziej ocen. Także dlatego, że rozważania Autora są wiarygodne, rozważne, przekonujące. Zatrzymam się tylko w kilku miejscach, gdzie to, o czym Autor pisze, skłania mnie do refleksji, którą chcę się podzielić nie bez istotnego moim zdaniem powodu. Nie wiąże się to jednak z jakimkolwiek wyrzutem pod adresem Autora, który od

początku swego dzieła robi na mnie dobre wrażenie: solidnego i roztropnego, racjonalnego, ale i wrażliwego moralnie badacza.

Nawiążę najpierw do oczywistego zapewne dla większości stwierdzenia, że ochrona „interesów stanowi podstawę prawa, a ochrona podzielanych przez społeczeństwo wartości jest jednym z elementarnych celów jego racjonalnego tworzenia”.

Jedność, najmniej bliskość godnych ochrony wartości oraz tego, iż są one podzielane, czyli uważane za godne ochrony przez społeczeństwo, jest stanem częstym, wydawałoby się, powszechnym. Ale spoglądając z perspektywy, którą uznaję za wiarygodną, bo jest ona i moim praktycznym doświadczeniem, wiem, że dzięki pewnym instrumentom, w większości niegdys nieznanym, możliwe jest kształtowanie aprobaty społecznej dla antywartości będących zaprzeczeniem wartości, które uważam za niewątpliwe, wbrew przeciwnikom idei *clara non sunt interpretanda*, hołubiącym „postnowoczesną”, za przeproszeniem, fascynację tym, jakoby *omnia sunt interpretanda*. Obserwuję to nie od dzisiaj, ale w szczególności ostatnio nie tylko w mediach, gdy chodzi o dopuszczalność akceptacji dla odpowiedzialności zbiorowej, deprecjację należytego respektu dla własności, czy aprobatę dla pozbawiania życia chorego człowieka.

Żyjemy w czasach metamorfozy, która nie jest czymś specyficznym, jest bowiem cechą ciągłych przemian. Nie ulegam tu skłonności do historiozofii, jeśli nawet historia jest jedynie obszarem moich pozazawodowych zainteresowań. Ale czuję się zobowiązany do owej dygresji, którą przeczyta najmniej Autor recenzowanej pracy.

Racjonalność tworzenia prawa jest założeniem, często hipotezą, z której weryfikacją bywa różnie. Tak oswoiliśmy nie tylko doktorantów z twierdzeniem o racjonalności ustawodawcy, że gubimy po drodze nie tylko marksowską refleksję o prawie służącym interesom, czymś interesom, np. korporacji, nie prekariatowi, bogatych, nie biednych, swoich, nie obcych, etykietowanych nobliwie, nie etykietowanych wulgarnie.

Nie kieruję tego do Autora, który owej skłonności nie uległ, pisze on bowiem o celu racjonalnego tworzenia prawa, nie ulegając skłonnościom, o których wspomniałem. Ale upatruję wartość jego (nie tylko moralnej) refleksji dotyczącej także przymusowego wykupu akcji, jak i próby rozszyfrowania tego, czyjego interesu ów wykup bronić może w świecie gospodarek zdominowanych przez duże i bardzo duże korporacje.

Tam, gdzie Autor przedstawia pojęcie przymusowego wykupu akcji, za istotne uważam przytoczenie przez niego pozornie drugorzędneho zastrzeżenia wskazującego, iż w „piśmiennictwie amerykańskim pojęcie *squeeze-out*'u interpretowane jest szerzej niż w literaturze europejskiej i używane jest w odniesieniu do zarówno legalnych jak i nielegalnych,

korzystnych dla akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad spółką środków stanowiących faktyczną zachętę dla akcjonariuszy mniejszościowych do opuszczenia spółki, podczas gdy *squeeze-out* «w europejskim» tego słowa znaczeniu określany jest mianem *freeze-out*'u. W celu zachowania jednolitej terminologii na potrzeby niniejszej monografii pojęcie *squeeze-out*'u stosowane jest w znaczeniu jakie przypisuje mu europejska doktryna, nawet wówczas, gdy odnoszone jest do prawa amerykańskiego”.

Bowiem nie jest dla mnie owo wyjaśnienie tylko tym, co dotyczy terminologii i pełnić ma funkcję ją porządkującą. Zważywszy koncepcje bliskie recenzowanej pracy rozróżnienie między *squeeze-out* oraz *freeze-out* jest konieczne, co najmniej użyteczne dla podjętej przez Autora próby aksjologicznej oceny procesu takiego, czy innego opuszczania spółki przez akcjonariuszy mniejszościowych, a nierzadko „wyciskania” ich z niej.

To tylko jeden z rozlicznych przykładów zacierania w sferze języka zjawisk możliwych do zaakceptowania, choć niegodnych akceptacji. Zacierania, z którym wiąże się najpoważniejsze zagrożenie: ukrywanie albo mistyfikowanie różnic między dobrem i złem. Po to, aby zło w niczym zła nie pozbawić, ale stworzyć pozór, że nie takim wielkim złem ono jest, a niekiedy nawet ukryć związaną z nim dotychczasową negatywną konotację. Rzecz jasna, nie dla samej tej przemiany, ale aby zło łatwiej mogli zaakceptować inni. Nie znaczy to, że jestem pewien, iż w tym przypadku o to właśnie chodzi, ale przypuszczam zasadność takiej obawy obserwując wielorakie fenomeny metamorfozy zła mającej swój początek w „oszukiwaniu” języka.

Zatrzymam się też przy konstatacji Autora, że ukształtowanie się „pojęcia interesu prawnego stanowi wyraz humanistycznej natury prawa”.

Natura prawa polega chyba na funkcji i charakterze instrumentu jakim jest prawo. Najczęściej bywa ona także humanistyczna. Ale bywa też przeciwnie, nawet nie tylko „nieco” inaczej. Niekiedy jest instrumentem, który służy manipulacji, niekiedy zdarza się, że nie ma konotacji moralnej. Nie miejsce tu na liczne przykłady, ale o jednym wspomnę.

Remedium na wyjście z sytuacji bez wyjścia bywają zaakceptowane nawet przez prawo losowania¹. Czy ową metodę można kojarzyć z humanizmem? Może i tak, jeśli jest jedynym

¹ Rola losowania w prawie (i nie tylko, a może nawet nie przede wszystkim w prawie) to fascynujący, pluridyscyplinarny temat, którego chyba już ponownie nie podejmę. Przyszłym jego badaczom przetarł w Polsce na nowo szlaki A. Ławniczak, autor monografii *Losowanie w sferze publicznej. Między wrózeniem a głosowaniem*, Bielany Wrocławskie 2012 (zob. także P. Kuczma, *Recenzja pracy A. Ławniczaka pt. Losowanie w sferze publicznej. Między wrózeniem a głosowaniem*, *Przegląd Sejmowy* 2014, nr 1, s. 171 i n.). Dla zachęty do owych badań przywołam tylko kilka, łatwych zresztą do odszukania przykładów zastosowania losowania w prawie. O różnych losowaniach mowa kilkadziesiąt razy w ustawie z 5 I 2011 r. Kodeks wyborczy (Dz.U. z 2022 r., poz. 1277). Zob. w szczególności art. 233 § 2 („Jeżeli dwóch lub więcej kandydatów otrzymało równą liczbę głosów uprawniającą do uzyskania mandatu z danej listy, o pierwszeństwie rozstrzyga większa liczba obwodów

głosowania, w których jeden z kandydatów uzyskał więcej głosów, a jeżeli liczba tych obwodów byłaby równa, o pierwszeństwie rozstrzyga losowanie przeprowadzone przez przewodniczącego okręgowej komisji wyborczej w obecności członków komisji oraz pełnomocników wyborczych; nieobecność pełnomocnika wyborczego nie wstrzymuje losowania. Przebieg losowania uwzględnia się w protokole wyników wyborów”), art. 273 § 2 („Jeżeli dwóch lub więcej kandydatów otrzymało liczbę głosów uprawniającą do uzyskania mandatu, o pierwszeństwie rozstrzyga większa liczba obwodów głosowania, w których jeden z kandydatów uzyskał więcej głosów, a jeżeli liczba tych obwodów byłaby równa, o pierwszeństwie rozstrzyga losowanie przeprowadzone przez przewodniczącego okręgowej komisji wyborczej w obecności członków komisji oraz pełnomocników wyborczych; nieobecność pełnomocnika wyborczego nie wstrzymuje losowania. Przebieg losowania uwzględnia się w protokole, o którym mowa w art. 272 § 1”), art. 443 § 2 („Jeżeli dwóch lub więcej kandydatów otrzymała równą liczbę głosów uprawniającą do uzyskania mandatu, o wyborze decyduje większa liczba obwodów, w których kandydaci otrzymali największą liczbę głosów, a gdyby i liczby obwodów były równe – rozstrzyga losowanie przeprowadzone przez komisję”), art. 444 § 2 („Jeżeli kilka list uzyskało ilorazy równe ostatniej liczbie z liczb uszeregowanych w podany wyżej sposób, a tych list jest więcej niż mandatów do rozdzielenia, pierwszeństwo mają listy w kolejności ogólnej liczby oddanych na nie głosów. Gdyby na dwie lub więcej list oddano równą liczbę głosów, o pierwszeństwie rozstrzyga liczba obwodów głosowania, w których na daną listę oddano większą liczbę głosów. Jeżeli i te liczby byłyby równe, wówczas o pierwszeństwie rozstrzyga losowanie przeprowadzone przez komisję. Tryb przeprowadzenia losowania określa Państwowa Komisja Wyborcza”) i art. 473 § 3 („W ponownym głosowaniu wyboru dokonuje się spośród dwóch kandydatów, którzy w pierwszym głosowaniu otrzymali największą liczbę ważnie oddanych głosów. W przypadku gdy więcej niż dwóch kandydatów otrzyma liczbę głosów uprawniającą do udziału w ponownym głosowaniu, o dopuszczeniu kandydata do wyborów w ponownym głosowaniu rozstrzyga większa liczba obwodów głosowania, w których jeden z kandydatów otrzymał większą liczbę głosów, a jeżeli liczba tych obwodów byłaby równa – rozstrzyga losowanie przeprowadzone przez gminną komisję wyborczą. W losowaniu mają prawo uczestniczenia wszyscy kandydaci lub pełnomocnicy wyborczy ich komitetów wyborczych”). W k.s.h. art. 369 § 2 przewiduje możliwość ustanowienia w statucie, w określonych granicach czasu, częściowego odnawiania zarządu spółki akcyjnej także „w drodze losowania”. Zob. też dziś już nie obowiązujące wersje obszernego niegdyś art. 39 ustawy z 13 X 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (np. Dz.U. z 2013 r., poz. 1442), z którego przytoczę tu jedynie jego ust. 2: „W przypadku gdy ubezpieczony nie dopełni obowiązku określonego w ust. 1, Zakład wzywa go na piśmie do zawarcia umowy z otwartym funduszem emerytalnym w terminie: 1) do dnia 10 stycznia - jeżeli od daty otrzymania wezwania do dnia losowania jest mniej niż 30 dni, termin ten mija 10 lipca; 2) do dnia 10 lipca - jeżeli od daty otrzymania wezwania do dnia losowania jest mniej niż 30 dni, termin ten mija 10 stycznia. Jeżeli ubezpieczony nie dopełni obowiązku zawarcia umowy w tych terminach, Zakład wyznacza otwarty fundusz emerytalny w drodze losowania, spośród otwartych funduszy emerytalnych, które uzyskały stopy zwrotu wyższe niż średnie ważone stopy zwrotu w dwóch ostatnich okresach rozliczeniowych podawane do publicznej wiadomości zgodnie z przepisami ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, z zastrzeżeniem ust. 2a, i których aktywa na koniec drugiego okresu rozliczeniowego z roku poprzedniego nie przekraczały 10% wartości aktywów netto wszystkich otwartych funduszy. Komisja Nadzoru Finansowego przekazuje do Zakładu wykaz otwartych funduszy emerytalnych biorących udział w losowaniu, nie później niż 10 dnia roboczego przed terminem przeprowadzania losowania”. O losie mowa też w art. 835 i 841 k.c.a. Pierwszy z nich stanowi: „Wollen sie nicht austreten; oder geschähe der Austritt zur Unzeit; so soll das Los, ein Schiedsmann, oder, wofern sie sich darüber nicht einhellig vereinigen, der Richter entscheiden, ob die Veränderung unbedingt oder gegen Sicherstellung Statt finden soll oder nicht. Diese Arten der Entscheidung treten auch bey gleichen Stimmen der Mitglieder ein” (w przekładzie W. Majera z 1860 r.: „Jeżeli nie chcą wystąpić ze spółności, też wystąpienie nie byłoby we właściwym czasie; natenczas los, albo rozjemca; lub jeżeli się na to jednomyślnie nie zgadzają, sędzia rozstrzygnie, czy przedstawiane odmiany bezwarunkowo lub za daniem zabezpieczenia miejsce mieć powinny lub przeciwnie, Te, same sposoby rozstrzygnięcia mają miejsce w razie równości głosów spółników”). W drugim zaś ustalono: „Bey der nach aufgehobener Gemeinschaft vorzunehmenden Theilung der gemeinschaftlichen Sache gilt keine Mehrheit der Stimmen. Die Theilung muß zur Zufriedenheit eines jeden Sachgenossen vorgenommen werden. Können sie nicht einig werden; so entscheidet das Los, oder ein Schiedsmann, oder, wenn sie sich über die Bestimmung der einen oder andern dieser Entscheidungen nicht einhellig vereinigen, der Richter” (w tym samym przekładzie: „Przy dziale rzeczy wspólnej po ustaniu spółności większość głosów nie ma żadnego znaczenia. Dział powinien być skutecznym wedle porozumienia się wszystkich spółników. Jeżeli nie mogą się zgodzić; natenczas los lub rozjemca, a jeżeli nie zgadzają się jednomyślnie na jeden lub drugi sposób, sędzia rozstrzyga”). Wbrew pozorom nie anegdotę, ale mądrą refleksję oraz nie tylko badawczą inspirację przekazuje zdarzenie, którego świadkiem byłem przed kilkudziesięciu laty. Przysłuchiwałem się rozmowie mojego profesora Jerzego Falenciaka, niezwykłego romanisty (bo głównie od prawa rzymsko-kanonicznego) i nade wszystko mędrca, z profesorem Hugo Steinhausem, wybitnym badaczem rachunku prawdopodobieństwa oraz zastosowań matematyki także w statystyce i poniekąd w prawie. Falenciak opowiadał o sędzim Pletewce, którego tak nazwał „po polsku” wyśmienity tłumacz Tadeusz Boy-Żeleński. Ów sędzia, znany z kart „Gargantui i Pantagruela” pióra genialnego

praktycznym i niestronniczym wyjściem z sytuacji w zasadzie bez wyjścia. Dlatego sam nie upatruję w prawie humanistycznej natury. Ono jest jak nóż, można nim posmarować masłem kromkę chleba, można wbić w plecy. To, że drugie zdarza się rzadko nie ma znaczenia dla próby charakterystyki „natury” noża.

Widzę też potrzebę opatrzenia lapidarnym komentarzem refleksji Autora o pojęciu interesu publicznego. Nie mam o to do niego pretensji, że powtarza konstatacje rozpowszechnione, akceptowane nie tylko przez badaczy prawa i chyba rzadko, o ile w ogóle, poddawane krytycznej ocenie.

Spośród kilku stwierdzeń Autora nawiążę do tego, w którym przytacza on stanowisko, że pojęcie „interesu publicznego stanowi klauzulę generalną odsyłającą, przy wykładni której jak stwierdził Naczelny Sąd Administracyjny w wyroku z dnia 2 grudnia 2014 r. należy respektować wartości wspólne dla całego społeczeństwa takie jak sprawiedliwość czy bezpieczeństwo. Pogląd zgodnie z którymi interes publiczny występuje pod postacią wartości uznawanych za wspólne i podstawowe dla społeczeństwa prezentowany jest również w literaturze przedmiotu. Interes publiczny ma swoje źródło w tekście konstytucji”.

Otóż, kategoria interesu publicznego jest niekiedy (może nieco częściej?) dogodnym instrumentem manipulacji, która służy jako „zasłona dymna” dla przedsięwzięć, które z interesem tym mogą mieć niewiele wspólnego. Nie tylko w czasach różnorodnych zdarzeń bliskich kataklizmom *sensu largo*, ale i wówczas, gdy z innych powodów, które nie dla wszystkich są oczywiste, jest ów proceder wyrazem niezbyt publicznego interesu.

Czasy są takie, że nie sposób dziś wymagać od młodych badaczy zbyt daleko idącej odwagi. A bywało inaczej, np. gdy w pozornie niesprzyjających okolicznościach, w sekowanym nie od dziś bez pardonu Peerelu, praca doktorska o ochronie dziecka poczętego została obroniona na wrocławskim Wydziale (wówczas jeszcze tylko) Prawa, tylko z jednym głosem sprzeciwu, płynącym z nadgorliwości ideologicznej (pozaideologicznej w istocie) Bardzo Ważnej Osoby. Wspominam o tym nie dla hołubienia starczej megalomanii, ale z okrucieństwem nadziei, że kiedyś jakiś badacz napisze studium o mistyfikacji, nadużyciach, a nawet gwałtach dokonywanych przez tych i owych przy pomocy wytrycha klauzuli interesu publicznego.

François Rabelais, wyroki wydawał rzucając kośćmi. Jak wiadomo, prawie każdy rzut daje cyfrę mniejszą albo większą niż następny. Pletewka „przyznawał słusność” tej stronie, dla której wylosowana cyfra była większa (jeśli była taka sama losowanie może powtarzano do skutku?). Gdy to Steinhaus usłyszał zapytał, jak długo Pletewka w taki sposób wyroki „orzekał”? I usłyszał od Falenciaka, że sędzia był w wieku sędziwym, tak to bowiem z tą intratną przeciw profesją do dziś jest, że mało kto się z nią dobrowolnie rozstaje. Na to Steinhaus prawie krzyknął: „Panie, jeśli długo, to zgodnie z rachunkiem prawdopodobieństwa połowa jego wyroków musiała być sprawiedliwa!” I zaraz obaj spojrzeli na mnie i prawie tak samo zapytali: „Znasz pan taki sąd, który ma połowę sprawiedliwych wyroków?”.

Pokażną część rozważań poświęcił Autor wartościom zasługującym na ochronę prawną posługując się w tytule kolejnego rozdziału uprawnionym tu skrótem, chodzi bowiem o takie wartości z perspektywy przymusowego wykupu akcji. Przedstawianiu, w tym analizie, poddane są tu ład korporacyjny (*corporate governance*) i dobre rządzenie (*good governance*), lojalność, równość akcjonariuszy, zasada rządów większości, zasada poszanowania praw mniejszości oraz prawo własności.

Przedstawia Autor charakterystyki wskazanych wartości zasługujących na ochronę prawną w sposób, który uważam za poprawny. Jest to też część pracy, która stanowić może inspirację do refleksji konfrontacyjnych, z czego Autor w tym rozdziale, będącym chyba ciągle wprowadzeniem do tytułowego zagadnienia rozprawy, słusznie rezygnuje. Nieuchronne będzie to bowiem w dalszych miejscach, tam też owe porównania będą należycie osadzone nie tylko w prawnym kontekście przymusowego wykupu akcji.

Chcę uniknąć niestosownej tu pokusy komentowania każdej ze wspomnianych wartości. Ograniczę się tylko do prawa własności, co do którego ustawodawca deklaruje, że w „granicach określonych przez ustawy i zasady współżycia społecznego właściciel może, z wyłączeniem innych osób, korzystać z rzeczy zgodnie ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem swego prawa [...]” oraz w „tych samych granicach może rozporządzać rzeczą”.

Dawno temu zauważono, że to groteskowa regulacja. Nie tylko dlatego, że niektóre zasady współżycia społecznego są chyba nie tylko u nas w stanie rozkładu, ostatnio w niektórych sferach podlegają unicestwieniu, choć nadal owe zasady aprobowane są nie tylko w podręcznikach i uzasadnieniach orzeczeń. Paradoksalnie obok nich, pod wyraźną presją – co z tego, że niekiedy nawet *contra legem*, jeśli skutecznie – narzucane bywają inne zasady. Jest to sytuacja szczególna, gdy zasady dotychczasowe muszą niekiedy zejść do podziemia, a wyznawane (może nie zawsze szczerze) są nowe zasady, na straży których stoją już nie tak jak poprzednio instrumenty społecznej akceptacji, ale mniej lub bardziej skutecznego przymusu „sytuacyjnego”.

Jeśli prawo własności ma być ograniczone czymś tak nieoczywistym, zmiennym, nawet niekiedy absurdalnym, jak to, co wyziera z niektórych „nowatorskich” zasad współżycia społecznego, strach myśleć co z własności we własności kiedyś pozostanie.

I gdyby nadto spojrzeć na własność przez pryzmat jej ograniczenia przez społeczno-gospodarcze przeznaczenie prawa, gdzie element społecznego przeznaczenia ginie pod naporem przeznaczenia gospodarczego, wtedy z określonego uprawnienia płynącego z prawa

własności *in casu* może pozostać zgorzelisko. Pamiętam wyrok Sądu Najwyższego sprzed kilkudziesięciu lat, który prywatnym rolnikom mającym pola w pobliżu legnickiej huty wytykał niestosowność sadzenia czosnku zamiast tańszych upraw, aby odszkodowania, które miał płacić publiczny przedsiębiorca, były niższe.

Stąd wziął się także mój postulat, aby art. 140 k.c. zawierał paragraf pierwszy, w którym by stwierdzono, że „właścicielowi wolno wszystko, o ile ustawa mu czegoś nie zabrania”. Paragraf drugi miał zawierać „klauzulę interpretacyjną” składającą się z opatrzonego wykrzyknikiem trzyliterowego wyrazu na literę „w”, którego nie wypada tu wymienić.

* * *

Przedmiotem interesujących rozważań Autora jest kwestia „zgodności przepisów dotyczących *squeeze-out*'u z Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej”. Konfrontowana jest ta instytucja z przepisami o wolności prowadzenia działalności gospodarczej w społecznej gospodarce rynkowej, dotyczącymi prawa własności, możliwości uznania *squeeze-out*'u za formę (raczej postać) wywłaszczenia, z zasadą ochrony praw nabytych oraz oceniana w perspektywie prawa do sądu.

Wymowne dla mnie są konkluzje dotyczące oceny zgodności przymusowego wykupu akcji z konstytucyjną zasadą swobody działalności gospodarczej. Autor przywołuje stanowiska formułowane w judykaturze i piśmiennictwie, że „samo funkcjonowanie instytucji przymusowego wykupu akcji w konkretnym porządku prawnym leży w interesie publicznym”. Sąd Apelacyjny w Paryżu w wyroku z dnia 16 maja 1994 r. stwierdził, że sprzyja ona rozwojowi wolnego rynku. Ponadto będąca jedną z funkcji *squeeze-out*'u ochrona spółek przed faktycznymi lub prawdopodobnymi nadużyciami akcjonariuszy mniejszościowych zmniejsza ryzyko wystąpieniu niepożądanych sytuacji rynkowych mogących mieć negatywny wpływ na sytuację ekonomiczno-społeczną określonych społeczności. Interes publiczny leżał wraz z interesem spółki u podstaw wprowadzenia do polskiego porządku prawnego instytucji przymusowego wykupu akcji. Jak określił to Trybunał Konstytucyjny jest on jednym z czynników określających rozumienie przymusowego wykupu akcji. Bez wątplenia może on być kwalifikowany jako ważny interes w rozumieniu konstytucyjnym. Oznacza to, że nawet przy przyjęciu niezastługującej na aprobatę koncepcji uznającej akcjonariusza za podmiot prowadzący działalność gospodarczą przymusowy wykup akcji nie ogranicza jego wolności prowadzenia tej działalności”.

Podzielam to stanowisko, choć nie przekonuje mnie argumentacja, którą za innymi wskazuje Autor. Ani interes publiczny, ani interes spółki, ani ważny interes w rozumieniu konstytucyjnym, ani obawa negatywnego wpływu na sytuację ekonomiczno-społeczną

określonych społeczności nie mają nic wspólnego z oceną przymusowego wykupu akcji w świetle zasady swobody działalności gospodarczej. Wystarczy, że nie mają z nią związku i ta konstatacja winna być decydującą dla wniosku formułowanego przez Autora.

* * *

Wśród przyczyn przeprowadzania przymusowego wykupu akcji Autor wskazuje chęć zwiększenia stanu posiadania przez akcjonariuszy większościowych, alternatywę dla wykupu lewarowego, usprawnienie procesu decyzyjnego i redukcję kosztów spółki oraz przedsięwzięcie poprzedzające *delisting*.

Nietrudno zauważyć pokrewieństwo motywów owych przyczyn.

Cel związany z chęcią zwiększenia stanu posiadania przez akcjonariuszy większościowych charakteryzuje Autor wskazując, że przymusowy „wykup akcji stanowi jeden ze sposobów zwiększenia stanu posiadania przez akcjonariuszy większościowych. Niejednokrotnie skutkuje on przejęciem przez nich pełnej kontroli nad spółką. Wykupienie akcji przedmiotową metodą pozwala uniknąć konieczności negocjowania ceny wykupywanych akcji z akcjonariuszami mniejszościowymi i pomaga rozwiązać problem tzw. gapowiczów. Mianem tym lub zaczerpniętym z języka angielskiego określeniem *free riders* określane są wspólnicy lub akcjonariusze, którzy sami zachowując bierną postawę liczą na korzyści [...] wynikające z działań podejmowanych przez innych wspólników lub akcjonariuszy. Pojęcie to nie dotyczy wyłącznie akcjonariuszy mniejszościowych, niemniej wśród jego desygnatów mieszczą się rozproszeni i niezorganizowani właściciele drobnych pakietów akcji zakładający uzyskanie korzyści w związku powodującymi wzrost ceny akcji działaniami podejmowanymi przez podmiot uzyskujący nad spółką kontrolę. To ostatnie zjawisko uwidacznia się w spółkach publicznych, w których akcjonariusze odrzucają ofertę publiczną, aby zbyć akcje na korzystniejszych warunkach, gdy po jej przeprowadzeniu wzrośnie ich wartość. Zapobieżenie zjawisku *free rider* i dyktowaniu przez akcjonariuszy mniejszościowych zbyt wysokich cen akcji akcjonariuszom dążącym do przejęcia kontroli nad 100 procentami akcji spółki stanowi jedną z funkcji przymusowego wykupu akcji”.

To, że przymusowy wykup akcji jest instrumentem akceptowanym przez prawo nie znaczy, że nie może być on wykorzystywany w sposób, który budzi wątpliwości. Oczywiście jest, że jest on korzystny dla akcjonariuszy większościowych. Przymusowym jest zapewne wbrew woli akcjonariuszy, których akcje są przymusowo wykupywane. Motywy tego wykupu mogą być do pewnego stopnia zróżnicowane, ale przynajmniej dla mnie nie ulega wątpliwości, że spółka staje się nie tylko bardziej jako instytucja *sui generis* monolityczna, ale – co dla wszystkich przecież oczywiste – w większym lub mniejszym stopniu wolna od akcjonariuszy

mniejszościowych, których akcjonariusze większościowi chcieliby w większym lub mniejszym stopniu pozbyć się na warunkach dla akcjonariuszy większościowych chyba jednak korzystnych. Podnoszone przez Autora w kilku miejscach uwagi, że wykupione przymusowe akcje nie stają się własnością spółki, nie zmieniają opinii, że taki wykup jest dla spółki pożyteczny.

Moim zdaniem jest to niekiedy przejaw wcale niezawołowanego łamania zasady respektu dla akcjonariuszy mniejszościowych. Nie musi oznaczać powszechnego naruszania owej zasady, której mogą nadal akcjonariusze większościowi przestrzegać, gdy uznają, że jest to zgodne ze ich interesami. Nie oceniam takiej postawy, zauważam jedynie, że zasada poszanowania dla akcjonariuszy mniejszościowych nie ma niekiedy wiele wspólnego z moralnością, lecz jest instrumentem w istocie pozbawionym kontekstu etycznego.

Owe zagrożenia są oczywiste, ale nieoczywiste dla mnie są motywy takiego sięgnięcia po przymusowy wykup akcji związane z potrzebą uzdrowienia sytuacji spółki. Nie wykluczam, że podczas ewentualnej obrony Autor wskaże to, co tymczasem uważam za nieoczywiste. Dalej jednak obstaję przy obserwacji, że sięgnięcie po przymusowy wykup akcji, aby uniknąć sięgania po wykup lewarowy, nie ma nic wspólnego z respektowaniem praw akcjonariuszy mniejszościowych, lecz jest sposobem – w skrajnej sytuacji – ich eliminacji.

Możliwość przymusowego wykupu akcji jako sposobu usprawnienia procesu decyzyjnego i redukcji kosztów spółki też wydaje się nie zasługiwać na jednoznaczną ocenę pozytywną.

Autor zaczyna od zwrócenia uwagi – pozornie zastrzegając się, że przymusowy „wykup akcji często, choć nie zawsze skutkuje uczynieniem ze spółki jednoosobowej, spółki zamkniętej lub spółki rodzinnej” – że redukcja „ilości akcjonariuszy do jednego lub kilku pozostających ze sobą w dobrych relacjach rodzinnych lub towarzyskich pozytywnie wpływa na operatywność spółki, zmniejsza także ryzyko występowania wśród akcjonariuszy różnic interesów mogących skutkować zaskarżaniem uchwał walnego zgromadzenia”.

Zagrożenia przedstawia Autor wtedy, gdy dodaje, że przeprowadzenie „przymusowego wykupu akcji w celu usprawnienia procesu decyzyjnego i redukcji kosztów spółki stoi w sprzeczności z interesem akcjonariuszy pozbawionych akcji. Nie jest jednak sprzeczne z interesem akcjonariuszy mniejszościowych rozumianych jako kategoria akcjonariuszy ponieważ ci z nich, którzy pozostaną w spółce mogą odczuwać korzyści wynikające z jej szybszego i tańszego funkcjonowania. W literaturze można jednak spotkać się ze stanowiskiem, zgodnie z którym doniosłość realizacji przedmiotowego interesu nie jest wystarczająca aby móc stanowić uzasadnienie dla wyzuwania akcjonariuszy z akcji. Sprawne funkcjonowanie

organów spółek leży w interesie publicznym. Nieogłaszanie walnego zgromadzenia odbywającego się na podstawie art. 405 § 1 KSH w Monitorze Sądowym i Gospodarczym może być jednak z tym interesem sprzeczne. Utrudnia bowiem podmiotom zewnętrznym w tym potencjalnym kontrahentom spółki bądź osobom zainteresowanym nabyciem jej akcji uzyskanie informacji o częstotliwości walnych zgromadzeń. Monitorowanie regularnego zwoływania walnych zgromadzeń pozwala z dużym prawdopodobieństwem wykluczyć sytuację że spółka z którą miałyby zostać zawarta umowa lub której akcje miałyby zostać zakupione jest «spółką widmo». Sama analiza sprawozdań finansowych może być w tym przedmiocie niewystarczająca ponieważ dotyczą one obrotów spółki mających miejsce w przeszłości a nie w czasie rzeczywistym”.

Argumentację tę uzupełnia Autor dokonując szczegółowych i wymownych obserwacji, które – jak to nierzadko ma miejsce – ukazują zło widoczne wyraziście dopiero w szczegółach².

Lektura tego, co „w ogóle i w szczególe” o tym motywie przymusowego wykupu akcji pisze Autor uzasadnia pogląd, że może być to sposób usprawnienia procesu decyzyjnego i redukcji kosztów spółki, ale nie znajduję tu żadnego odniesienia do tego, co zasługuje na miano godnych ochrony wartości. Usprawnienie procesu decyzyjnego może być oceniane jako pozytywne z perspektywy decyzyjności, ale decyzyjność nijak się ma prawo *a priori* kojarzyć z wartościami. Redukcja kosztów spółki podobnie. Redukcja tych kosztów może być także fenomenem czyszczenia spółki z „niepożądanych elementów”, które przede wszystkim

² „Przeprowadzenie wykupu może być pomocne w osiągnięciu progów wymaganych m.in. przy składaniu wniosku o wybór rady nadzorczej oddzielnymi grupami (art. 385 § 3 KSH), wniosku do sądu rejestrowego o ustanowienie dodatkowego likwidatora lub dwóch likwidatorów (art. 463 § 2 KSH) oraz przy procedowaniu w sprawie uchwał w przedmiocie finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji (art. 415 § 1 1 KSH), uchwał dotyczących podwyższenia kapitału zakładowego spółki publicznej, zawierających postanowienia o objęciu nowych akcji przez oznaczoną osobę w drodze subskrypcji prywatnej lub subskrypcji otwartej (art. 431 § 3a KSH) oraz uchwał w sprawie zmiany statutu przewidującej upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego (art. 445 KSH). Praktyka funkcjonowania spółek wielokrotnie udowodniła, że skomplikowany proces osiągania kompromisów pomiędzy poszczególnymi akcjonariuszami niejednokrotnie stanowi przeszkodę w efektywnym podejmowaniu decyzji. Nieprzeprowadzenie przymusowego wykupu akcji często może oznaczać konieczność rezygnacji z niektórych planów akcjonariuszy dysponujących większością kapitałową bądź opóźnienie ich realizacji. Przeprowadzenie przymusowego wykupu akcji niejednokrotnie ma na celu umożliwienie spółce podejmowania związanych z ryzykiem strategicznych decyzji, które mogłyby spotkać się ze sprzeciwem akcjonariuszy mniejszościowych. Brak szybkiej i odpowiedniej reakcji spółki na sytuację rynkową bądź zagrożenie związane z działalnością osób będących członkami jej organów może narazić ją na straty lub przyczynić się do spadku jej wiarygodności w oczach aktualnych i potencjalnych kontrahentów. Przymusowy wykup akcji pozwala akcjonariuszom większościowym pozbawić akcji akcjonariuszy mniejszościowych nieuczestniczących w walnych zgromadzeniach i nieinteresujących się sprawami spółki. Ich wyeliminowanie usprawnia funkcjonowanie spółki ułatwiając wykupującym uzyskanie wymaganej przez ustawę lub statut dla podjęcia określonych działań większości głosów skorelowanej z ogólną ilością głosów w spółce lub wymaganej dla podjęcia określonych działań większości kapitału zakładowego. Niekiedy stanowi też sposób na umożliwienie odbywania walnych zgromadzeń w tzw. trybie nieformalnym tzn. zgodnie z art. 405 KSH”.

pozwala na zastąpienie niepożądanych akcjonariuszy pożądanymi. Pożądanie jest tu zjawiskiem poza aksjologicznym i tak jak gdzie indziej bywa groźnym.

Jeszcze bardziej niejednoznaczne są powody korzystania z przymusowego wykupu akcji poprzedzające *delisting*, co zresztą Autor w szczegółach i w konkluzji sam podkreśla³.

Mój obraz przyczyn przymusowego wykupu akcji wydaje się wieloznaczny. Niekiedy może być to instrument służący trosce o wartości godne ochrony, niekiedy może mieć to związek wyłącznie z interesami akcjonariuszy większościowych i tym samym spółki, co w żadnym razie nie uzasadnia opinii o korelacji z wartościami godnymi ochrony. Rzecz w tym, że supozycja, iż interes akcjonariuszy większościowych i interes spółki współgra z interesem zasługującym na ochronę, nie mówiąc już o interesie publicznym, czy społecznym, jest hipotezą, której nie sposób zweryfikować inaczej jak *in casu*. A wtedy może się okazać, że związku takiego nie ma.

* * *

Autor zwraca uwagę na to, że kryteria „umożliwiające przeprowadzenie *squeeze-out*'u w spółce niepublicznej uznawane są w piśmiennictwie za surowe. Zgodnie z art. 418 § 1 KSH akcje w trybie przymusowego wykupu akcji może nabyć nie więcej niż pięciu akcjonariuszy. Każdy z nich powinien posiadać co najmniej 5 procent kapitału zakładowego, a łącznie powinni oni posiadać nie mniej niż 95 procent kapitału zakładowego (chyba że statut spółki wprowadza bardziej rygorystyczne progi). Przyjęte rozwiązanie ograniczające ilość osób mogących partycypować w nabywaniu akcji w drodze *squeeze-out*'u ogranicza «skalę występowania zjawiska wyciskania ze spółki drobnych akcjonariuszy» i zwiększa poczucie bezpieczeństwa akcjonariuszy mniejszościowych spółek w których brak jest akcjonariuszy spełniających wszystkie wymienione kryteria. Jest ono jednak, w szczególności w zakresie w jakim wprowadza maksymalną liczbę wykupujących, sprzeczne z interesem spółki, gdyż utrudnia przeprowadzenie przymusowego wykupu akcji w spółkach charakteryzujących się dużym rozdrobnieniem akcjonariatu. W praktyce w celu obejścia prawa i doprowadzenia do sytuacji, w której 95 lub więcej kapitału zakładowego znalazło się w rękach nie więcej niż 5 akcjonariuszy osoby zamierzające przeprowadzić *squeeze-out* zawierają szereg fiducjarnych umów sprzedaży zawierających klauzule stanowiące o prawie odkupu lub pierwokupu po przeprowadzeniu przymusowego wykupu akcji”.

³ „Generalna, jednoznaczna ocena przymusowych wykupów poprzedzających *delisting* z punktu widzenia interesów spółek których akcje stanowią przedmiot wykupu jest niemożliwa. Jednostkowa ocena takiego wykupu każdorazowo uzależniona jest ona od szeregu czynników związanych z kondycją finansową spółki, wartością jej akcji, strategią spółki, planem jej rozwoju oraz relacjami pomiędzy poszczególnymi akcjonariuszami oraz pomiędzy poszczególnymi akcjonariuszami a członkami innych od walnego zgromadzenia organów spółki”.

Gdyby owe lub podobne restrykcyjne wymogi dotyczyły przymusowego wykupu akcji nie tylko w spółkach niepublicznych, jedynym obszarem istotnego sporu byłoby wyważenie potrzebnej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych oraz troski o interesy akcjonariuszy większościowych i – co nie zawsze musi się z tym wiązać – interesu spółki.

Ale art. „418 § 4 KSH stanowi, że przepisy Kodeksu spółek handlowych o przymusowym wykupie akcji nie znajdują zastosowania do spółek publicznych. *Squeeze-out* w spółkach publicznych uregulowany został w artykule 82 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz w Rozporządzeniu Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 11 lutego 2021 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu [...]. Istnienie w prawie polskim odrębnych przepisów dotyczących przymusowego wykupu akcji spółki niepublicznej i spółki publicznej nie stanowi ewenementu w Europie – na podobne rozwiązania zdecydowało się wielu zagranicznych prawodawców”.

Podstawowa charakterystyka tego zróżnicowania wskazuje daleko idące odmienności, choć Autor pisząc o owym zróżnicowaniu określa je moim zdaniem zbyt powściągliwie. Wskazuje on, a potem szczegółowo uzasadnia, że kryteria „umożliwiające przeprowadzenie przymusowego wykupu w spółce publicznej są bardziej liberalne niż w spółce nie będącej spółką publiczną”. Pod koniec wspomnianego uzasadniania zwraca on uwagę, że przymusowy „wykup akcji w spółce publicznej nie może być selektywny i musi obejmować wszystkie akcje akcjonariuszy nie należących do grupy akcjonariusza wykupującego. Świadczy o tym użycie przez prawodawcę sformułowania «wszystkich posiadanych przez nich akcji» oraz przemawiająca przeciw wnioskowaniu *a maiori ad minus* wykładnia celowościowa. Obrót zorganizowany papierami wartościowymi z założenia charakteryzuje się znacznym rozdrobnieniem akcjonariatu oraz anonimowością. W literaturze jako argument za przedmiotową interpretacją wskazuje się także to, że celem przymusowego wykupu jest konsekwentne wyeliminowanie ze spółki wszystkich drobnych akcjonariuszy spoza grupy akcjonariusza dokonującego wykupu”.

Podzielim ocenę dokonaną przez Autora, choć zasługuje ona moim zdaniem na dosadniejsze sformułowanie niż obserwacja, że argument „ten może jednak budzić wątpliwości, ponieważ «wyciśnięcie» ze spółki podczas *squeeze-out*’u przeprowadzanego w spółce publicznej wszystkich akcjonariuszy spoza grupy akcjonariusza wykupującego jest każdorazowo celem wykupującego w konsekwencji nadania przez prawodawcę konkretnej konstrukcji prawnej instytucji przymusowego wykupu. Nie można wykluczyć sytuacji, w której w razie dopuszczenia możliwości wykupu akcji jedynie niektórych drobnych akcjonariuszy

spoza grupy akcjonariusza wykupującego niektóre wykupy dotyczyłyby jedynie akcji osób których interesy są z interesem akcjonariusza wykupującego lub interesem spółki najbardziej sprzeczne”.

Za znaczące uważam konkluzje, którymi Autor kończy tę część swojej pracy: „Podobnie jak w spółkach niepublicznych tak i w spółkach publicznych *de lege lata* możliwym jest przeprowadzenie *squeeze-out'u* bez konieczności jego merytorycznego uzasadnienia. Prawodawca decydując w przedmiocie kształtu regulacji dotyczących *squeeze-out'u* w spółce publicznej musiał wyważyć sprzeczne ze sobą wartości i interesy. Przyznanie drobnym akcjonariuszom prawa do sądowej rewizji zasadności przeprowadzenia *squeeze-out'u* mogłoby m.in. opóźnić dokonanie *delistingu*. Byłoby to niekorzystne dla interesów akcjonariuszy dysponujących znaczną ilością głosów w spółce, a niekiedy także i interesów spółki i interesów akcjonariuszy, którzy dysponują niewielką ilością głosów w spółce, ale którzy mieliby w niej pozostać. Brak specjalnego trybu umożliwiającego pozbawianym akcji akcjonariuszom obronę ich prawa własności np. w razie sprzeczności wykupu z dobrymi obyczajami, godzenia przezeń w interes spółki lub jeśli celem wykupu byłoby pokrzywdzenie akcjonariuszy jest jednak rozwiązaniem kontrowersyjnym, mogącym rodzić pytanie o zgodność art. 82 ust. 1 OfertaPublU. z art. 45 Konstytucji RP gwarantującym prawo do sądu”.

Odpowiadając na to pytanie Autora chyba w tonacji jemu bliskiej dodam, korzystając z w miarę bezpiecznego przywileju recenzenta, że uniemożliwienie pozbawianym akcji akcjonariuszom obrony „ich prawa własności np. w razie sprzeczności wykupu z dobrymi obyczajami, godzenia przezeń w interes spółki lub jeśli celem wykupu byłoby pokrzywdzenie akcjonariuszy [...]” jest oczywistym naruszeniem prawa do sądu gwarantowanego w art. 45 ust. 1 Konstytucji RP. Prawo do sądu jest przecież prawem nieprzewidującym konstytucyjnych ograniczeń. Wynika to zresztą nie tylko z tego przepisu, ale także – i to dobitnie – z art. 233 ust. 1 Konstytucji RP, zgodnie z którym nawet ustawa „określająca zakres ograniczeń wolności i praw człowieka i obywatela w czasie stanu wojennego i wyjątkowego nie może ograniczać” również dostępu do sądu.

Stąd unormowanie zawarte nie tylko ust. 1 art. 82 OfertaPublU, ale w całym tym przepisie (i zresztą gdziekolwiek w naszym prawie), polegające na braku dostępu do rozpatrzenia przez sąd zarzutu dotyczącego naruszenia nie tylko prawa własności i nie tylko warunków ustawowych przymusowego wykupu akcji, jest moim zdaniem oczywiście sprzeczne z art. 45 ust. 1 Konstytucji RP nawet wówczas, gdy nie towarzyszy temu np. sprzeczność wykupu z dobrymi obyczajami, godzenie przezeń w interes spółki lub jeśli celem

wykupu byłoby pokrzywdzenie akcjonariuszy. Zaslugą Autora jest to, że na ten zastanawiający brak zwrócił uwagę, a nawet go *in fine* swych szczegółowych rozważań wyeksponował.

Osobne pytanie, na które nie znam jasnej odpowiedzi, to powody, dla których ustawodawca zdecydował się tu na taką ofiarę – żeby nie nazwać tego po imieniu – z konstytucyjnego prawa człowieka, jakim jest także dostęp do sądu. Niestety, tak zwane „życie” unaocznia więcej podobnych, niekiedy zadziwiających rezygnacji. I jakże często nawet zapewnienie dostępu do sądu jest *de facto* fikcją, jeśli postępowania sądowe trwają latami, a ich kresu nie dożywają ci, którzy uważają się za pokrzywdzonych. Przeciwno temu nie ma manifestacji, politycznych batalii, nawet należytego medialnego zainteresowania.

Uwagi te uważam za uzasadnione mimo istniejących instrumentów ogólnych, które i tutaj mogą okazać się użyteczne, takich jak: dopuszczalność powództwa o uchylenie uchwały o przymusowym wykupie akcji spółki niepublicznej, powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały o przymusowym wykupie akcji spółki niepublicznej oraz powództwa o ustalenie istnienia lub nieistnienia stosunku prawnego jako sposobów ochrony przed przymusowym wykupem akcji (wszystkie je Autor rozważa w innym miejscu swej pracy). Nie tylko, choć przede wszystkim dlatego, że sfera ochrony dostępu do sądu, do której przed chwilą nawiązałem na kanwie rozważań zawartych w rozdziale piątym recenzowanej pracy, jest szersza niż instrumentarium w postaci trzech wspomnianych powództw.

* * *

Wartość recenzowanej rozprawy upatruję także w krytycznej niekiedy analizie, która jest uzasadnieniem do aprobaty przez Autora postulatów chroniących akcjonariuszy mniejszościowych. Wśród nich znaczącym jest „postulat ujednoczenia sposobu przeprowadzania przymusowego wykupu akcji w spółkach niepublicznych i spółkach publicznych z uwzględnieniem normatywnych odrębności obu typów spółek”. Autor zastrzega się jednak, że nie można „zgodzić się z postulatem, aby ujednoczenie to przybrało postać odejścia od uchwał o przymusowym wykupie akcji i zastąpienia ich ofertowym trybem inicjowania przymusowego wykupu”.

I choć zauważa dalej, że podnoszony „w literaturze postulat takiego ujednoczenia argumentowany jest uniknięciem kosztów związanych ze zwołaniem i odbyciem walnego zgromadzenia”, za zasadniejszy uważa „postulat zmiany sposobu przeprowadzania przymusowego wykupu akcji spółki publicznej i zastąpienie żądania sprzedaży podjęciem przez walne zgromadzenie uchwały. Jego realizacja zapewniłaby większy standard ochrony prawnej akcjonariuszom mniejszościowym i przyczyniłaby się do zmniejszenia skali zjawiska nieprzestrzegania przez akcjonariuszy dysponujących znaczną ilością głosów w spółce dobrych

obyczajów. Mimo, że przedmiotowe rozwiązanie mogłoby wiązać się z ponoszeniem przez spółkę kosztów związanych ze zwoływaniem i odbyciem walnego zgromadzenia nie można zatem jednoznacznie stwierdzić, że byłoby to rozwiązanie niekorzystne dla jej interesu. W interesie spółki leży bowiem przestrzeganie przez akcjonariuszy dobrych obyczajów, gdyż wpływa to na jej reputację i w konsekwencji może mieć wpływ na jej zdolność do pozyskiwania kapitału w przyszłości”.

* * *

W recenzowanej pracy powtórzony został także „postulat wprowadzenia zmian legislacyjnych mających na celu ustanowienie obligatoryjności wyznaczania biegłego przez sąd rejestrowy oraz likwidację możliwości wyznaczenia go przez walne zgromadzenie”.

Autor zwraca przy tym uwagę, że rozwiązanie to jest względem interesu spółki indyferentne, nie ma ona „bowiem żadnego interesu w wyborze konkretnego biegłego i z jej perspektywy nie ma znaczenia wysokość ustalonej przez niego ceny wykupu”. Inaczej niż „w interesie jej akcjonariuszy mniejszościowych, gwarantowałyby bowiem faktyczną bezstronność biegłego i jego niezależność od akcjonariuszy większościowych. Na walnym zgromadzeniu, w głosowaniu dotyczącym wyboru biegłego, co do zasady większością głosów dysponują akcjonariusze dokonujący przymusowego wykupu akcji. Mimo formalnego wymogu bezstronności, może zatem zdarzyć się, że na funkcję biegłego wyznaczona zostanie osoba z różnych przyczyn sprzyjająca akcjonariuszom dokonującym wykupu”. W miarę oczywiste, że ryzyko „braku bezstronności biegłego wyznaczonego przez sąd jest znacznie mniejsze”. Jasne też, że proponowane „rozwiązanie nie leży w interesie akcjonariuszy większościowych – w zależności od ich intencji jest względem niego obojętne (nie można domniemywać złych intencji akcjonariuszy większościowych) lub wobec niego sprzeczne. Istnienie sprzeczności z interesem potencjalnie chcącej wpływać na wysokość ceny wykupu ustalanej przez biegłego części akcjonariuszy większościowych nie powinno jednak stanowić argumentu za jego niewdrażaniem. Interes ten nie stanowi wartości zasługującej na ochronę prawną, a komentowany postulat [...]” ma „na celu ochronę wartości takich jak sprawiedliwość oraz zaufanie do prawa objawiające się świadomością możliwości otrzymania ceny wykupu maksymalnie zbliżonej do faktycznej wartości wykupywanych akcji”.

Zgadzam się z tym stanowiskiem Autora, choć uzupełniłbym je przedstawionym w jego pracy szerokim postulatem dostępu do sądu w związku z przymusowym wykupem akcji.

* * *

Podzielam opinię Autora, że art. 189 k.p.c. „nie pozwala na weryfikację zgodności przymusowego wykupu akcji z dobrymi obyczajami, interesem spółki ani na weryfikację czy

jego celem jest pokrzywdzenie akcjonariusza, na co pozwala powództwo o uchylenie uchwały możliwe do wytoczenia w przypadkach trybów przymusowego wykupu akcji dla których wymagane jest powzięcie uchwały”, a takie zróżnicowanie „ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych i spółek niepublicznych nie znajduje uzasadnienia aksjologicznego. Nie wydaje się bowiem, aby umożliwienie akcjonariuszom mniejszościowym spółek publicznych uchylenia skutków przymusowego wykupu akcji przeprowadzonego z naruszeniem zasad leżących u podstaw prawa handlowego w jakikolwiek sposób godziło w interes spółki. W interes ten godzi natomiast pozbawienie ich przedmiotowej możliwości, zmniejsza to bowiem atrakcyjność spółek dla potencjalnych drobnych inwestorów tym samym utrudniając spółkom pozyskiwanie kapitału potrzebnego do rozwoju”.

To jedna z kolejnych propozycji Autora zmierzająca do stworzenia ochronnej otuliny interesów akcjonariuszy mniejszościowych w związku z zagrożeniami, które mogą się pojawić przy przymusowym wykupie akcji. Aprobuję ją.

* * *

Dobrze, że Autor zebrał w swojej pracy także propozycje zmian wyrażonych poza forum akademickich badaczy przymusowego wykupu akcji.

Widać to choćby w jego aprobacie dla postulatu „Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, aby przymusowy wykup akcji przeprowadzany w spółce publicznej nie odbywał się wskutek wystosowania żądania sprzedaży, lecz podjęcia uchwały przez walne zgromadzenie. Rozwiązanie to przyczyniłoby się o zwiększenia standardów ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych – mieliby oni bowiem możliwość wytaczania powództwa o uchylenie uchwały lub o stwierdzenie jej nieważności. W obecnym stanie prawnym uchwała o przymusowym wykupie akcji nie wymaga uzasadnienia. Jak starano się wykazać w pracy potrzeba balansowania wartości i interesów przemawia za wprowadzeniem obowiązku jej uzasadnienia oraz za uzależnieniem możliwości przeprowadzenia przymusowego wykupu akcji od podejmowania przez akcjonariuszy mniejszościowych działań sprzecznych z interesem spółki. Rozwiązanie to umożliwiałoby ochronę interesu spółki jednocześnie zabezpieczając interes akcjonariuszy mniejszościowych. Formułowanie zarówno w piśmiennictwie, jak i w niniejszej monografii licznych postulatów *de lege lata* i *de lege ferenda* jest najlepszym dowodem na istnienie związanego z tytułową instytucją prawną konfliktu wartości i interesów – wiele z formułowanych postulatów dotyczących interpretacji przepisów znajduje bowiem uzasadnienie w przemawiających za nim wartościach i względach na prawnie chronione interesy, a znaczna część propozycji zmiany prawa stanowi krytykę obowiązujących

rozwiązań, a zatem jest wyrazem przynajmniej częściowej dezaprobaty względem przyjętej przez prawodawcę aksjologii”.

* * *

Treść rozprawy odpowiada jej tytułowi. Układ pracy jest dobry. Taki też jest język, którym jest pisana (określenia „przedmiotowa”, „przedmiotowy” tak już zachwaściło prawniczą polszczyznę, że moja niechęć do nich jest chyba postrzegana jako dziwactwo). Korekt nigdy za dużo. Bibliografia robi wrażenie należytej, chyba nawet pełnej.

* * *

Pracę doktorską Autora oceniam wysoko. Przedstawia tytułowe zagadnienie w wielu jego aspektach. Towarzyszy jej przewijająca się w prawie całej pracy troska o tych, których interesy mogą być zagrożone. Przy tym zachowuje Autor roztropny umiar i potrzebę przymusowego wykupu akcji co do istoty i wiele rozwiązań szczegółowych akceptuje. Uważam, że praca ta zasługuje na wyróżnienie.

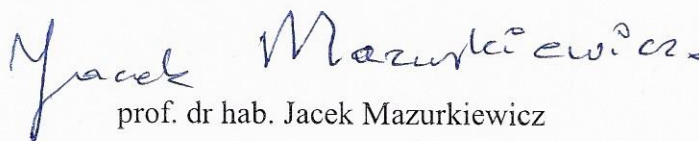
* * *

Recenzowana praca odpowiada wymaganiom stawianym rozprawom doktorskim w art. 187 ustawy z 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2022 r., poz. 574 ze zm.):

- stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego,
- prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w zakresie nauk prawnych, ze szczególnym uwzględnieniem prawa handlowego,
- potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej,

czyli stanowi podstawę do prowadzenia dalszych czynności przewodu doktorskiego mgr. Dominika Delczyka.

Wrocław, 23 lipca 2022 r.


prof. dr hab. Jacek Mazurkiewicz