

mgr Dominik Delczyk  
Zakład Prawa Gospodarczego i Handlowego  
Instytut Prawa Cywilnego  
Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii  
Uniwersytet Wrocławski

## PRZYMUSOWY WYKUP AKCJI. KONFLIKT WARTOŚCI I INTERESÓW

### Streszczenie rozprawy doktorskiej

Celem dysertacji jest zbadanie konfliktu wartości i interesów związanego z przymusowym wykupem akcji. W rozprawie starano się wykazać, że dotyczy on zarówno istoty przymusowego wykupu akcji – odpłatnego pozbawienia akcjonariusza akcji wbrew jego woli, jak i poszczególnych norm prawnych dotyczących m.in. trybu, w jakim wykup jest inicjowany i przeprowadzany, momentu, w jakim dochodzi do wykupu, sposobu ustalania wysokości ceny wykupu. Realizując założony cel badawczy, dokonano analizy norm prawnych dotyczących przymusowego wykupu akcji. Rozprawa składa się z wprowadzenia, dziewięciu rozdziałów oraz podsumowania.

W rozdziale pierwszym wyjaśniono podstawowe, dla podejmowanych w rozprawie zagadnień, pojęcia i zwroty oraz przedstawiono ogólną charakterystykę przymusowego wykupu akcji i jego rys historyczny. Ważnym elementem tego rozdziału są rozważania o różnicach pomiędzy interesem grupy spółek a interesem spółki, pomiędzy interesem spółki a interesem akcjonariuszy oraz pomiędzy interesem akcjonariuszy mniejszościowych a interesem akcjonariuszy większościowych.

W rozdziale drugim przeanalizowano istotny dla całości rozprawy kontekst wartości zasługujących na ochronę prawną. Rozważania dotyczą ładu korporacyjnego, obowiązku lojalności akcjonariuszy względem spółki oraz obowiązku równego traktowania akcjonariuszy znajdujących się w podobnej sytuacji, zasady rządów większości, poszanowania praw mniejszości oraz prawa własności.

W rozdziale trzecim dokonano oceny przepisów o przymusowym wykupie akcji pod kątem ich zgodności z Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej oraz podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, czy *squeeze-out* stanowi formę wyłączenia. W rozdziale szczegółowej analizie poddano wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r. (sygn. akt P 25/02),

którego sentencja wywarła istotny wpływ na sposób postrzegania przez doktrynę i judykaturę konfliktów wartości i interesów związanych z przymusowym wykupem akcji.

W rozdziale czwartym podjęto istotne, z punktu widzenia obranego tematu kwestie, bezpośrednio związane z przeprowadzeniem procedury przymusowego wykupu akcji i starano się wykazać będące następstwem *squeeze-out*'u korzyści dla spółki lub akcjonariuszy większościowych. Dokonano w nim również analizy ważkich zagadnień dotyczących zgodności przymusowego wykupu akcji z naturą spółki akcyjnej oraz jego efektywności ekonomicznej.

W rozdziale piątym przedstawiono konflikt wartości i interesów związany z określeniem tego, kto może nabyć akcje w trybie ich przymusowego wykupu oraz kto może zostać ich pozbawionym. Analizie poddane zostały zarówno przepisy obowiązujące, jak i projektowane regulacje dotyczące *squeeze-out*'u w grupie spółek oraz znany prawu obcemu tryb przymusowego wykupu akcji związany z łączeniem się spółek.

W rozdziale szóstym podjęto zagadnienia związane z inicjowaniem i przeprowadzaniem procedury przymusowego wykupu akcji. Ważne znaczenie dla całości pracy mają przedstawione w tym rozdziale kwestie związane z balansowaniem wartości. W rozdziale tym przeanalizowane zostały różnice pomiędzy podjęciem przez walne zgromadzenie uchwały o przymusowym wykupie akcji a wystosowaniem przez uprawnionego akcjonariusza żądania sprzedaży akcji. Rozważania w nim zawarte dotyczą również charakteru prawnego przejścia praw do akcji z pozbawianego ich akcjonariusza na nabywcę oraz ustalenia momentu, w którym dochodzi do wykupu.

W rozdziale siódmym analizie zostały poddane regulacje stanowiące o sposobie ustalania wysokości ceny. Mechanizm jej ustalania w procedurze przymusowego wykupu w praktyce prowadzi do pozbawiania akcji mniejszościowych akcjonariuszy za odszkodowaniem poniżej godziwej ceny. Mając powyższe na uwadze, Autor dysertacji próbuje uzasadnić, że implementacja Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia przeprowadzona została w sposób wadliwy, niegwarantujący uzyskania godziwej wartości akcji stanowiących przedmiot wykupu. W rozdziale tym podniesiono także pewne wątpliwości związane z objęciem podatkami dochodowymi przychodu osiąganego przez akcjonariuszy pozbawianych akcji. Pojawia się tu problematyka efektywnej weryfikacji kosztów i korzyści związanych z przymusowym wykupem akcji.

W rozdziale ósmym przeanalizowano podstawy prawne stanowiące o uchyleniu uchwały walnego zgromadzenia, stwierdzeniu nieważności uchwały walnego zgromadzenia



oraz powództwie o ustalenie istnienia lub nieistnienia stosunku prawnego. Rozdział ten traktuje również o aksjologicznym i systemowym uzasadnieniu możliwości kwestionowania uchwały o przymusowym wykupie akcji uwzględniającym cele i funkcje *squeeze-out*'u.

W rozdziale dziewiątym dokonano analizy odwróconego przymusowego wykupu akcji, przymusowego odkupu akcji, przymusowego umorzenia akcji oraz wyłączenia wspólnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Odniesiono się także do tego, czy akcjonariusz, którego niektóre akcje zostały objęte zakresem uchwały o przymusowym wykupie akcji, może zbyć pozostałe akcje w trybie odwróconego przymusowego wykupu akcji. Dokonano w nim także porównania *sell-out*'u przeprowadzanego w spółkach niepublicznych i w spółkach publicznych oraz porównania przymusowego wykupu akcji z przymusowym odkupem akcji, przymusowym umorzeniem akcji oraz wyłączeniem wspólnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością.

Pracę zamyka podsumowanie, w którym zawarte są ogólne wnioski dotyczące niezbędnych zmian w procedurach przymusowego wykupu akcji, z zapewnieniem godziwej/uczciwej wartości zbywanych w tym trybie akcji. Brak zabezpieczenia transparentnych kryteriów wyceny przesądza o wątpliwościach co do ratio legis stosowanych mechanizmów. Jest to jedna z dróg likwidacji konfliktu wartości i interesów uosobionych w spółce. W nowoczesnej aksjologii spółek kapitałowych powinno uwzględniać się nie tylko najczęściej występujące elementy sporu odnośnie do znaczenia interesu spółki, kręgu interesariuszy, którzy muszą być uwzględniani przy podejmowanych przez nią decyzjach, lecz także zakres dostępnych środków ochrony prawnej słabszych jej uczestników, w tym akcjonariuszy mniejszościowych.

Dominik Delczyk  
29.04.2022 r.