

DOMINIK DELCZYK

Uniwersytet Wrocławski, Instytut Prawa Cywilnego
e-mail: dominikdelczyk@gmail.com
ORCID: 0000-0002-7048-5125

Squeeze-out przeprowadzany w trybie artykułu 418 Kodeksu spółek handlowych a dematerializacja akcji

Streszczenie. Przedmiotem opracowania są mające bezpośredni związek z dematerializacją akcji zmiany w Kodeksie spółek handlowych dotyczące przymusowego wykupu akcji, które weszły w życie 1 marca 2021 r. Przedmiotowe zmiany przeanalizowano metodą prawną-dogmatyczną, podjęto próbę oceny ich skutków, a także przedstawiono praktyczne aspekty ich wejścia w życie.

Słowa kluczowe: przymusowy wykup akcji, *squeeze-out*, dematerializacja, akcje, artykuł 418 Kodeksu spółek handlowych

1. Wprowadzenie

Przymusowy wykup akcji, określany również zaczerpniętym z języka angielskiego pojęciem *squeeze-out* oznaczającym wyciśnięcie [Wiśniewski, Urszulak 2012: 28; Królik-Kołtunik 2015: 292; Delczyk 2019a: 21], jest to, w dużym uproszczeniu, instytucja prawna pozwalająca akcjonariuszom większościowym na odpłatne nabycie akcji akcjonariuszy mniejszościowych bez konieczności uzyskiwania ich zgody – z zastrzeżeniem, że pojęcie akcjonariuszy większościowych odnosi się do ogółu „wykupujących”, gdyż nie zawsze akcjonariusz dokonujący wykupu jest osobą, która dzięki posiadanym akcjom sprawuje faktyczną kontrolę na spółką [zob. Ródzynkiewicz 2012: 853]. W polskim piśmiennictwie obydwie nazwy przedmiotowej instytucji stosowane są zamiennie. Na marginesie wskazać należy jednak, że część zagranicznych autorów nadaje pojęciu *squeeze-out* szersze znaczenie, odnosząc je również do obowiązujących w niektórych porządkach prawnych instytucji pozwalających wspólnikom większościowym spółek będących odpowiednikami spółek z ograniczoną odpowiedzialnością na odpłatne nabycie udziałów wspólników

mniejszościowych bez konieczności uzyskiwania ich zgody [Gevurtz 1995: 497-537; Sevinç 2013]. Jak wskazał Trybunał Konstytucyjny w wyroku z 21 czerwca 2005 r., przymusowy wykup akcji służy ochronie akcjonariuszy większościowych przed nadużywaniem praw przez akcjonariuszy mniejszościowych, obniżeniu ponoszonych przez spółkę kosztów związanych z występowaniem w niej drobnych akcjonariuszy, zwiększeniu operatywności spółki oraz jej atrakcyjności dla strategicznych inwestorów¹. Jest on także instytucją umożliwiającą uczynienie ze spółki „otwartej” spółki „zamkniętej”, „prywatnej” lub rodzinnej [Rudnicki 2000: 234; Tarska 2004: 373; Popiołek 2013: 967]². Mający zastosowanie w spółkach niepublicznych tryb przeprowadzania przymusowego wykupu akcji uregulowany w artykule 418 Kodeksu spółek handlowych³ nie jest jedynym trybem squeeze-outu w prawie polskim. Oprócz niego funkcjonują tryb art. 82 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁴, mający zastosowanie w spółkach publicznych oraz tryb uregulowany w art. 10 ust. 2-4 ustawy z dnia 12 lutego 2010 r. o rekapitalizacji niektórych instytucji oraz o rządowych instrumentach stabilizacji finansowej⁵, mający zastosowanie przy wykupie akcji objętych przez Skarb Państwa w wyniku wykonania gwarancji ostrożnościowej.

Dematerializacja polega na pozbawieniu papierów wartościowych ich materialnego nośnika i zastąpieniu dokumentu inkorporującego wynikające z nich prawa zapisem komputerowym na właściwych rachunkach papierów wartościowych [Biezuński 2010]. Obligatoryjna od 1 marca 2021 r.⁶ dematerializacja dotyczy akcji oraz warrantów subskrypcyjnych, świadectw użytkowych, świadectw założycielskich i innych tytułów uczestnictwa w dochodach lub podziale majątku spółki. Wśród przyczyn dematerializacji wymienia się potrzebę dostosowania polskiego prawa do regulacji europejskich, związany z nią wzrost bezpieczeństwa obrotu oraz rozwój technologiczny, którego istotnym elementem jest postępująca digitalizacja wielu dziedzin życia [Modrzejewski, Potasz 2020: 33; Zwolińska-Doboszyńska

¹ Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., P 25/02, OTK ZU, 2005, nr 6, poz. 65.

² Tak też m.in.: Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r. Uzasadnienie projektu ustawy Kodeks spółek handlowych, s. 47-48, <http://orka.sejm.gov.pl/RejestrD.nsf?OpenDatabase> [dostęp: 29.03.2021].

³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz. U. 2020, poz. 1526 ze zm. Dalej jako ksh.

⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz. U. 2020, poz. 2080 ze zm.

⁵ Ustawa z dnia 12 lutego 2010 r. o rekapitalizacji niektórych instytucji oraz o rządowych instrumentach stabilizacji finansowej, t.j. Dz. U. 2018, poz. 124 ze zm.

⁶ Dzień wejścia w życie nowelizacji art. 328 ksh zaplanowanej w ustawie z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych raz niektórych innych ustaw, Dz. U. poz. 1798 ze zm.

2020: 13]. Objęcie jej zakresem papierów wartościowych inkorporujących tytuły uczestnictwa w dochodach lub podziale majątku spółki, podyktowane jest najpewniej chęcią zapobieżenia nadużywaniu prawa i obchodzeniu regulacji dotyczących dematerializacji akcji [Sójka 2020: 669]. Kompleksowe przedstawienie wpływu dematerializacji akcji na całokształt polskich regulacji dotyczących squeeze-outu w syntetycznym artykule naukowym wydaje się niemożliwe – wszak dematerializacja wymusiła m.in. zmianę definicji spółki publicznej oraz wydanie nowego rozporządzenia precyzującego tryb wykupu akcji spółek publicznych⁷. Jest to bezpośrednim powodem, dla którego materiał badawczy ograniczony został do przymusowego wykupu akcji przeprowadzanego w trybie art. 418 ksh.

2. Wpływ dematerializacji na przymusowy wykup akcji przeprowadzany w trybie art. 418 ksh

Dematerializacja nie spowodowała zmiany sposobu zainicjowania przymusowego wykupu akcji spółki niepublicznej. Nadal przeprowadzany jest on na podstawie uchwały walnego zgromadzenia podejmowanej w jawnym i imiennym głosowaniu, w którym każdej akcji przysługuje jeden głos bez przywilejów i ograniczeń. Dla uchwały o przymusowym wykupie akcji art. 418 § 1 ksh wciąż wymaga większości 95% oddanych głosów. Statut spółki nadal może przewidywać surowsze warunki jej powzięcia. Mogą się one przejawiać m.in. w ustanowieniu wyższego niż 95% oddanych głosów progu poparcia dla uchwały, przy czym doktryna nie zajmuje jednolitego stanowiska w kwestii możliwości ustalenia tego progu na poziomie 100% głosów oddanych w obecności 100% kapitału zakładowego [za m.in. Slisz 2003: 89; przeciw m.in. Nowacki 2016: 8; Rodzyńkiewicz 2018: 1015]⁸. Nie uległ zmianie krąg osób mogących nabyć akcje – nadal jest to nie więcej niż pięcioro akcjonariuszy posiadających łącznie nie mniej niż 95% kapitału zakładowego, z których każdy posiada nie mniej niż 5% kapitału zakładowego, a także krąg osób, który może zostać pozbawiony akcji – wciąż w grupie tej znajdują się akcjonariusze reprezentujący nie więcej niż 5% kapitału zakładowego. Nie zmieniły się także sposób ustalania ceny wykupu czy sumy wykupu ani regulacje dotyczące uchyleń lub stwierdzenia nieważności uchwały. Nadal nie jest możliwe wykupienie na podstawie art. 418 ksh akcji spółek publicznych⁹, akcji Skarbu

⁷ Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 11 lutego 2021 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, Dz. U. poz. 294.

⁸ Przeciw możliwości określenia w statucie spółki progu poparcia dla uchwały o przymusowym wykupie akcji jako 100% głosów oddanych w obecności 100% kapitału zakładowego także Niewęglowski, Kidyba (red.) 2013.

⁹ Zob. art. 418 § 4 ksh.

Państwa¹⁰, akcji nabytych przez rolników i rybaków w okresie, w którym nie podlegają one zbyciu¹¹ ani akcji akcjonariuszy, którym równocześnie przysługują prawa o charakterze osobistym na podstawie art. 354 ksh¹² [Czerniawski 2004; Frackowiak 2008; Rodzynkiewicz 2018: 1013; Pabis 2016: 484]¹³.

Wśród wymuszonych obligatoryjną dematerializacją akcji zmian regulacji dotyczących tytułowego trybu przeprowadzania squeeze-outu, które weszły w życie 1 marca 2021 r., w pierwszej kolejności wymienić należy derogację art. 418 § 2a ksh, który stanowił o konieczności złożenia w spółce dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia do rozporządzenia spółki przez akcjonariuszy pozbawianych akcji w drodze przymusowego wykupu. Przedmiotowy obowiązek, w stanie prawnym obowiązującym od 15 stycznia 2004 r.¹⁴ do 28 lutego 2021 r. (włącznie), powinien zostać wykonany w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia uchwały. Dokumenty akcji, w których przypadku obowiązek ten nie został wykonany, były unieważniane przez zarząd w trybie art. 358 ksh, a nabywcom wydawano nowe dokumenty akcji z tym samym numerem emisyjnym. Można spotkać się ze stanowiskiem, zgodnie z którym mimo użycia w art. 418 § 2a ksh stwierdzenia „zarząd unieważnia”, przekroczenie określonego w przedmiotowej jednostce normatywnej miesięcznego terminu nie musiało skutkować unieważnieniem akcji. Zgodnie z nim w razie niezłożenia dokumentów akcji w terminie zarząd spółki uprawniony był do wezwania akcjonariusza, w drodze ogłoszenia lub listu poleconego, do złożenia dokumentu we wskazanym – nie krótszym niż dwa tygodnie od ogłoszenia wezwania lub doręczenia listu poleconego – terminie z zagrożeniem, że dokument akcji zostanie unieważniony [Kidyba 2019: 736; Interpretacja indywidualna...]. Rozważania o tym, czy określoną w art. 418 § 2a ksh normę stanowiącą o miesięcznym terminie należało traktować jako *lex specialis* względem treści art. 358 § 1 ksh, nie są tematem niniejszej pracy. Dokonywane na koszt spółki unieważnienie dokumentu akcji wiązało się z wydaniem, również na koszt spółki, na jego miejsce nowego dokumentu akcji oraz ogłoszeniem przez zarząd wykazu unieważnionych dokumentów akcji w terminie czterech tygodni od dnia powzięcia uchwały o ich unieważnieniu. Derogacja art. 418 § 2a ksh jest naturalną konsekwencją dematerializacji akcji. Utrzymanie w mocy prawnej przepisu stanowiącego o dokumentach akcji w sytuacji, w której

¹⁰ Zob. art. 5 ust. 2 ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników, t.j. Dz. U. 2021, poz. 425 oraz art. 10 ustawy z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym, t.j. Dz. U. 2020, poz. 735 ze zm.

¹¹ Zob. art. 38 ust. 3a ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników, t.j. Dz. U. 2021, poz. 425 ze zm.

¹² M.in. Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r.; Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 lutego 2008 r., II CSK 441/07, LEX nr 371785.

¹³ Odmienne, w zakresie, w jakim dotyczy to akcji akcjonariuszy, którym przysługują prawa o charakterze osobistym na podstawie art. 354 ksh m.in. Nowacki 2016: 10 i Nartowski 2015.

¹⁴ Dzień wejścia w życie ustawy z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. nr 229, poz. 2276.

dokumenty takie nie istnieją, byłyby nielogiczne i stanowiłyby niekonsekwencję prawodawcy. Przedmiotowa zmiana wydaje się leżeć zarówno w interesie akcjonariuszy, jak i w interesie spółki rozumianym jako kategoria uwzględniająca interesy wszystkich grup jej akcjonariuszy z uwzględnieniem wspólnego celu określonego w statucie spółki [odnośnie do sposobu rozumienia pojęcia „interes spółki” zob. szerzej Wierzbicka 2012: 75; Ofiarski 2013: 965; Gasiński 2014: 67-68; Romanowski, Haiduk 2016: 147-148; Stefanicki 2020: 47]¹⁵. Likwidacja obowiązku złożenia w spółce dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia do rozporządzenia spółki uwolniła akcjonariuszy mniejszościowych od licznych niedogodności, w tym od kosztów związanych z dostarczeniem ich do spółki [zob. Przybysz 2013: 127]. Spółka została natomiast uwolniona od ponoszonych w stanie prawnym obowiązującym przed 1 marca 2021 r., na podstawie art. 358 § 2 ksh¹⁶, kosztów związanych z unieważnianiem przez zarząd dokumentów akcji. Unieważnienie dokumentów akcji w ówczesnym stanie prawnym uważane było za technicznoprawny instrument umożliwiający dokonanie squeeze-outu [Popiołek 2019: 250-251]. Dematerializacja akcji przyczyniła się zatem do usprawnienia przebiegu procedury „wyciskania”.

Z dematerializacją akcji związana jest także zmiana treści art. 418 § 2b ksh. Owa jednostka normatywna stanowi o tzw. odwróconym przymusowym wykupie akcji (ang. *reverse squeeze-out*), czyli o instytucji pozwalającej akcjonariuszom mniejszościowym, których akcje nie zostały objęte zakresem przedmiotowym uchwały o przymusowym wykupie akcji na odpłatne zbycie swoich akcji na rzecz akcjonariuszy dokonujących squeeze-outu. Akcjonariusze decydujący się na zbycie akcji w trybie *reverse squeeze-outu* nie muszą podawać przyczyny, dla której decydują się na ten krok. Często decyzja o nim podyktowana jest obawami o to, czy ich prawa będą przestrzegane przez akcjonariuszy większościowych bądź przewidywaną korzystną wyceną akcji [Bielecki 2005: 180; Delczyk 2019b: 42]. W obecnym stanie prawnym, podobnie jak przed 1 marca 2021 r.¹⁷, skuteczność uchwały o przymusowym wykupie akcji uzależniona jest od wykupienia akcji przedstawionych do wykupu przez akcjonariuszy mniejszościowych, których akcje nie zostały objęte uchwałą o przymusowym wykupie akcji. Zmianie uległ jednak tryb, w jakim akcje są do wykupu przedstawiane. W stanie prawnym obowiązującym od 15 stycznia 2004 r.¹⁸ do 28 lutego 2021 r. (włącznie) akcjonariusz zamie-

¹⁵ Odnośnie do sposobu rozumienia pojęcia „interes spółki” zob. szerzej Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 5 listopada 2009 r., I CSK 158/09, OSNC 2010, nr 4, poz. 63; Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 4 grudnia 2013 r., VI ACa 290/13, LEX nr 1428275; Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 lutego 2018 r., VII AGa 81/18, LEX nr 2549708.

¹⁶ Artykuł 358 ksh z 1 marca 2021 r. został uchylony.

¹⁷ Instytucja odwróconego przymusowego wykupu akcji wprowadzona została do polskiego porządku prawnego przez ustawę z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. nr 229, poz. 2276 obowiązującą od 15 stycznia 2004 r.

¹⁸ Dzień wejścia w życie ustawy z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. nr 229, poz. 2276.

rzający zbyć akcje w ramach *reverse squeeze-outu* powinien być w terminie dwóch dni od dnia walnego zgromadzenia, na którym powzięto uchwałę dotyczącą przymusowego wykupu akcji – jeżeli był na nim obecny lub jeżeli nie był na nim obecny – w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia uchwały, złożyć w spółce dokumenty akcji lub dowody ich złożenia do rozporządzenia spółki. W piśmiennictwie wskazuje się, że za wystarczające do zachowania terminów, o których mowa w art. 418 § 2b ksh przez akcjonariuszy, którzy nie otrzymali wcześniej dokumentów akcji, należało uznać złożenie żądania ich wydania z jednoczesnym oświadczeniem o przedstawieniu ich do wykupu [Dumkiewicz 2020: 1095]. W przeciwnym razie dwudniowy termin dla akcjonariuszy uczestniczących w walnym zgromadzeniu mógłby być szczególnie trudny do dochowania przez akcjonariuszy, którym nie wydano wcześniej dokumentów akcji, gdyż zgodnie z obowiązującym wówczas art. 328 § 5 ksh zarząd spółki miał na ich wydanie tydzień od dnia zgłoszenia roszczenia o ich wydanie przez akcjonariusza [Dumkiewicz 2020: 1095]. 1 marca 2021 r. złożenie dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia do rozporządzenia spółki zastąpione zostało zgłoszeniem żądania wykupienia akcji. Terminy na wystosowanie przedmiotowego żądania pozostały tożsame z obowiązującymi wcześniej terminami na złożenie w spółce dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia do rozporządzenia spółki. Niedokonanie przez ustawodawcę zmiany krótkiego terminu dla akcjonariuszy obecnych na walnym zgromadzeniu, przy jednoczesnym pozostawieniu dłuższego terminu dla akcjonariuszy na nim nieobecnych, należy ocenić negatywnie. Przyjęte rozwiązanie zdaje się promować postawę mniejszego zainteresowania sprawami spółki przez akcjonariat mniejszościowy.

Do przymusowego wykupu akcji na podstawie art. 418 § 3 ksh odpowiednio stosuje się art. 417 § 1-3 ksh. Jak zostało *expressis verbis* wyrażone w ostatnim zdaniu art. 417 § 1 ksh wykupu akcji dokonuje się za pośrednictwem zarządu. Przed 1 marca 2021 r. artykuł 417 § 3 ksh stanowił, że zarząd powinien dokonać wykupu akcji na rachunek akcjonariuszy pozostających w spółce w terminie miesiąca od upływu terminu złożenia akcji, o którym mowa w art. 416 § 4 ksh, jednakże nie wcześniej niż po wpłaceniu ceny wykupu. Artykuł 417 § 3 ksh, podobnie jak ma to miejsce obecnie, stosowany był odpowiednio – oznacza to, że termin na dokonanie przez zarząd spółki wykupu akcji w ramach przymusowego wykupu akcji na rachunek akcjonariuszy, którzy zobowiązali się do ich nabycia, wynosił miesiąc od upływu terminu na złożenie w spółce dokumentów akcji stanowiących przedmiot wykupu, przy czym wykup nie mógł nastąpić wcześniej niż po wpłaceniu ceny wykupu [Slisz 2003: 90; Popiołek 2013: 971; 2019: 242]¹⁹. Doktryna i judykatura podzielone są w ocenie, czy był to termin

¹⁹ Tak m.in. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 lutego 2008 r.; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 października 2009 r., II FSK 870/08, ONSAiWSA 2010, nr 6 poz. 122; Popiołek, *Przymusowy...*; inaczej Wosiak 2017: 85-86 – autor ten uważa, że termin z art. 417 § 3 ksh w związku z art. 418 § 3 ksh jest terminem na zapłatę sumy wykupu „wyciśniętym” akcjonariuszom

zawity²⁰ [Popiołek 2013: 971; 2019: 242], czy instrukcyjny [Nowacki 2016: 18]. W piśmiennictwie funkcjonuje pogląd, zgodnie z którym w ówczesnym stanie prawnym wykup akcji musiał nastąpić w terminie miesiąca od upływu terminu określonego zgodnie z art. 418 § 2a ksh [Popiołek 2013: 971; 2019: 242]. Wydaje się jednak, że (nie wdając się w spór, czy musiał, czy powinien) właściwsze byłoby stwierdzenie „w terminie miesiąca od upływu terminów określonych w art. 418 § 2a ksh i art. 418 § 2b ksh”. Jako że zarówno określony w art. 418 § 2a ksh termin na złożenie dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia do rozporządzenia spółki przez akcjonariuszy, których akcje podlegają przymusowemu wykupowi, jak i określony w art. 418 § 2b ksh termin na złożenie dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia do rozporządzenia spółki dla chcących zbyć akcje w ramach *reverse squeeze-outu* nieobecnych na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy mniejszościowych, których akcje nie zostały objęte uchwałą o przymusowym wykupie akcji, wynosiły miesiąc od dnia ogłoszenia uchwały, problem ów miał wówczas charakter wyłącznie teoretyczny. 1 marca 2021 r. w związku ze zmianą treści art. 416 § 4 ksh, w którym złożenie dokumentów akcji lub dowodów ich złożenia zostało zastąpione przez zgłoszenie żądania wykupienia akcji, art. 417 § 3 ksh otrzymał nowe brzmienie i jest w nim mowa o terminie miesiąca od upływu terminu zgłoszenia żądania, o którym mowa w art. 416 § 4 ksh. Wydaje się, że w miejsce terminu, o którym mowa w art. 416 § 4 ksh, w związku z tym, że art. 417 § 3 ksh stosowany jest odpowiednio, można „podstawić” termin, jaki akcjonariusze mniejszościowi, których akcje nie zostały objęte zakresem przedmiotowym uchwały i którzy nie byli obecni na walnym zgromadzeniu, mają na zgłoszenie żądania wykupienia ich akcji w trybie art. 418 § 2b ksh. Podobnie jak przed 1 marca 2021 r. tak i obecnie dokonanie wykupu akcji na rachunek akcjonariuszy pozostających w spółce nie może nastąpić wcześniej niż po wpłaceniu ceny wykupu.

W obowiązującym od 1 marca 2021 r. stanie prawnym akcje spółek niebędących spółkami publicznymi podlegają rejestracji w prowadzonym w postaci elektronicznej przez podmiot uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych rejestrze akcjonariuszy. Rejestr ten jest jawny dla spółki oraz każdego jej akcjonariusza. Na szczególną uwagę zasługuje ujawnianie w nim imion i nazwisk bądź firm akcjonariuszy, adresów ich miejsc zamieszkania lub siedzib oraz dokonywanie na żądanie zastawnika albo użytkownika wpisu przysługującego im prawa do wykonywania prawa głosu z obciążonej akcji. O doniosłości wpisu w rejestrze akcjonariuszy świadczy m.in. to, że od 1 marca

i nie powinien być utożsamiany z terminem wykupu, do którego dochodzi z mocy uchwały walnego zgromadzenia, z chwilą zapłaty całej sumy wykupu przez akcjonariuszy większościowych.

²⁰ Pogląd, zgodnie z którym był to termin zawity: m.in. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 lutego 2008 r.; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 października 2009 r.; Popiołek, *Przymusowy...*

2021 r. chwila dokonania przedmiotowego wpisu uważana jest za moment nabycia akcji lub ograniczonego prawa rzeczowego do nich z wyjątkiem objęcia akcji w trybie, o którym mowa w art. 452 § 1 ksh, powołania do spadku, zapisu windykacyjnego, wniesienia akcji do spółki jako aportu, podziału, połączenia lub przekształcenia spółki lub innego zdarzenia prawnego, którego skutkiem jest przejście ich z mocy prawa. Wiedza o strukturze akcjonariatu oraz o osobach, którym przysługuje prawo głosu z akcji jako zastawnikom lub użytkownikom, może być przydatna dla akcjonariuszy większościowych planujących lub rozważających przeprowadzenie przymusowego wykupu akcji. Wiedza ta może zostać wykorzystana zarówno w celu budowania szerszego poparcia dla uchwały o przymusowym wykupie, jak i do podjęcia próby dialogu z akcjonariuszami mniejszościowymi i rozwiązania spornych kwestii bez pozbawiania ich akcji.

Zgodnie z obowiązującym od 1 marca 2021 r. art. 328⁸ § 1 pkt 4 ksh przymusowy wykup akcji skutkuje utratą ważności świadectwa rejestrowego dotyczącego objętych nim akcji. Świadectwo rejestrowe zgodnie z obowiązującym od 1 marca 2021 r. art. 328⁶ ksh jest wydawanym przez podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy imiennym potwierdzeniem uprawnień wynikających z akcji. W literaturze można spotkać się z poglądem, zgodnie z którym świadectwo rejestrowe w aktualnym stanie prawnym pełni funkcję podobną do wycofanej z prawa akcyjnego konstrukcji dokumentu akcji [Szumański 2018: 347]. Dla każdego rodzaju akcji wystawiane jest odrębne świadectwo. Przymusowy wykup chociażby jednej akcji powoduje utratę ważności całego świadectwa, nawet jeżeli inne objęte nim akcje nie stanowią przedmiotu wykupu. Zgodnie z art. 328⁶ § 5 pkt 2 i 3 ksh świadectwo rejestrowe oprócz innych określonych w art. 328⁶ § 5 ksh informacji zawiera dane dotyczące liczby objętych nim akcji oraz serii, numeru albo kodu nadanego przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Wydaje się zatem, że utrata ważności przez całe świadectwo w przypadku dokonania przymusowego wykupu nawet jednej objętej nim akcji jest uzasadniona. W przeciwnym razie istniałoby ryzyko dopuszczania się nadużyć przez osoby pozbawiane akcji.

3. Podsumowanie

Podsumowując, obligatoryjna dematerializacja akcji wywarła istotny wpływ na regulacje dotyczące przymusowego wykupu akcji spółki niepublicznej. Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych, która weszła w życie 1 marca 2021 r., usprawniła procedurę „wyciskania” akcjonariuszy mniejszościowych. Związana z nią redukcja kosztów ponoszonych przez spółkę w związku z procedurą wykupu leży w interesie spółki oraz jej akcjonariuszy (bez względu na ilość posiadanego przez

nich kapitału zakładowego). Zmiany związane z utworzeniem rejestru akcjonariuszy oraz jego jawnością dla każdego akcjonariusza mogą, w zależności od konkretnego stanu faktycznego, leżeć w interesie akcjonariuszy mniejszościowych bądź stanowić dla nich zagrożenie. Akcjonariusze większościowi mogą bowiem wykorzystać znajdujące się w nim informacje – zarówno do podjęcia próby innego niż *squeeze-out* rozwiązania konfliktu interesów, jak i do zbudowania szerokiej koalicji głosującej na walnym zgromadzeniu za uchwałą pozbawiającą ich akcji.

Literatura

- Bielecki M., 2005, Uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych do żądania wykupu/odkupu ich akcji, *Monitor Prawniczy*, nr 23: 9-18.
- Biezuński P., 2010, *Niektóre zabezpieczenia finansowe. Komentarz*, Sopot: LEX/el., <https://sip.lex.pl/#/commentary/587293545/90985/biezunski-pawel-niektore-zabezpieczenia-finansowe-komentarz?keyword=dematerializacja&cm=SREST> [dostęp: 29.03.2021].
- Czerniawski R. 2004, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej. Komentarz, wyd. II*, Warszawa: Dom Wydawniczy ABC, <https://sip.lex.pl/#/commentary/587235543/67501/czerniawski-ryszard-kodeks-spolke-handlowych-przepisy-o-spolce-akcyjnej-komentarz-wyd-ii?keyword=354&cm=URELATIONS> [dostęp: 29.03.2021].
- Delczyk D., 2019a, Opodatkowanie przymusowego wykupu akcji, w: K. Pujer (red.), *Problemy nauk prawnych. Tom 10*, Wrocław: Exante Wydawnictwo Naukowe, 21-31.
- Delczyk D., 2019b, Reverse squeeze-out i sell-out w świetle przepisów Kodeksu spółek handlowych, w: J. Helios, W. Jedlecka, A. Kwieciński (red.), *Prawo wobec wyzwań współczesności. Wybrane problemy teoretycznoprawne i dogmatycznoprawne*, Wrocław: E-Wydawnictwo. Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa. Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii, 41-47.
- Dumkiewicz M., 2020, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Frąckowiak J., 2008, Art. 418, w: W. Pyzioł, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa: LexisNexis, https://sip.lex.pl/#/commentary/587384829/182269/pyziol-wojciech-red-kodeks-spolke-handlowych-komentarz?keyword=354&unitId=passage_3793 [dostęp: 29.03.2021].
- Gasiński Ł., 2014, *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Gevurtz F.A., 1995, Squeeze-Outs and Freeze-Outs in Limited Liability Companies, *Washington University Law Review*, nr 1: 497-537.
- Interpretacja indywidualna... – Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z dnia 4 stycznia 2017 r., 1462.IPPB2.4511.710.2016.1.MG.
- Kidyba A., 2019, *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 301-633*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Królik-Kołatnik K., 2015, Przymusowy wykup akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H: Oeconomia*, nr 4: 291-299.
- Modrzejewski P., Potasz A., 2020, Umorzenie dokumentów akcji a obowiązek ich dematerializacji, *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 7: 32-38.
- Nartowski W., 2015, *Wyciągnięcie akcjonariuszy posiadających uprawnienie osobiste w spółce akcyjnej*, <https://adwokaci-nt.pl/wycisnienie-akcjonariuszy-posiadajacych-uprawnienia-osobiste-w-spolce-akcyjnej/> [dostęp: 29.03.2021].
- Niewęglowski A., Kidyba A. (red.), 2013, *Przymusowy wykup akcji akcjonariuszy spółki niepublicznej (squeeze-out)*, <https://sip.lex.pl/procedury/przymusowy-wykup-akcji-mniejszosciovych-akcjonariuszy-spolki-niepublicznej-squeeze-out-1610614291> [dostęp: 29.03.2021].

- Nowacki A., 2016, Procedura przymusowego wykupu w spółce niepublicznej, *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 8: 8-19.
- Ofiarski Z., 2013, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Pabis R., 2016, Art. 418, w: A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom IIIB. Spółka akcyjna. Komentarz. Art. 393-490*, Warszawa: C.H. Beck, 477-501.
- Popiołek W., 2013, Art. 418, w: J. Strzępka, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa: C.H. Beck: 966-979.
- Popiołek W., *Przymusowy wykup akcji*, <https://sip.lex.pl/#/publication/469825604/popiolek-wojciech-przymusowy-wykup-akcji?keyword=Popio%C5%82ek,%20Przeprowadzenie%20przymusowego%20wykupu%20akcji&cm=SFIRST> [dostęp: 29.03.2021].
- Popiołek W., 2019, Spółka akcyjna, w: A. Szumański (red.), *Prawo spółek handlowych*, seria System Prawa Handlowego, t. 2B, Warszawa: C.H. Beck.
- Przybysz M., 2013, Instytucja przymusowego wykupu akcji. Głosa do wyroku SN z dnia 20 lutego 2008 r., II CSK441/07, *Państwo i Prawo*, nr 7: 125-130.
- Rodzinkiewicz M., 2012, Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego w sprawach z zakresu prawa spółek – próba krytycznej analizy, w: P. Kardas, T. Sroka, W. Wróbel, *Państwo prawa i prawo karne. Księga jubileuszowa Profesora Andrzeja Zolla*, t. I, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Rodzinkiewicz M., 2018, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Wyd. VII*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Romanowski M., Haiduk P., 2016, Oddziaływanie Komisji Nadzoru Finansowego na kwestie korporacyjne w zakładach ubezpieczeń w świetle „Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych”, *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, nr 3: 143-167.
- Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 11 lutego 2021 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, Dz. U. poz. 294.
- Rudnicki M., 2000, Spółka akcyjna, w: R. Szczepaniak, *Nowe prawo spółek z komentarzem*, Gorzów Wielkopolski: Magnum, 217-262.
- Sevinç S., 2013, *Exit Right and Squeeze Out From Limited Liability Companies*, <http://www.erdem-erdem.av.tr/publications/law-post/exit-right-and-squeeze-out-from-limited-liability-companies/> [dostęp: 29.03.2021].
- Slisz A., 2003, Prymat większości, ochrona mniejszości. Przymusowy wykup akcji w świetle proponowanych zmian, *Palestra*, nr 7-8: 88-95.
- Sójka T., 2020, Dematerializacja akcji niepublicznej spółki akcyjnej, *Monitor Prawniczy*, nr 13: 668-676.
- Stefanicki R., 2020, Wymogi rzetelności zawodowej członków zarządu spółki kapitałowej. Pensez out-of-the-box. Bouges les lignes, mais restez dans le cadre, *Przegląd Legislacyjny*, nr 3: 47-58.
- Szumański A., 2018, Nowelizacje Kodeksu spółek handlowych w okresie od 2013 do 2017 r. z uwzględnieniem planowanej nowelizacji przewidującej obowiązkową dematerializację wszystkich akcji, w: J. Frąckowiak, *Kodeks spółek handlowych po 15 latach obowiązywania*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska, 325-350.
- Tarska M., 2004, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa: C.H. Beck.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników, t.j. Dz. U. 2021, poz. 425.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz. U. 2020, poz. 1526 ze zm.
- Ustawa z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. nr 229, poz. 2276 ze zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz. U. 2020, poz. 2080 ze zm.
- Ustawa z dnia 12 lutego 2010 r. o rekapitalizacji niektórych instytucji oraz o rządowych instrumentach stabilizacji finansowej, t.j. Dz. U. 2018, poz. 124 ze zm.

- Ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym, t.j. Dz. U. 2020, poz. 735 ze zm.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. poz. 1798 ze zm.
- Uzasadnienie projektu ustawy Kodeks spółek handlowych, <http://orka.sejm.gov.pl/Rejestrdsn/OpenDatabase> [dostęp: 29.03.2021].
- Wierzbicka A., 2012, Konflikt pomiędzy interesem spółki akcyjnej a interesem akcjonariuszy i próby ich niwelowania za pomocą zasad corporate governance, *Ekonomia i Prawo*, nr 4: 75-87.
- Wiśniewski T., Urszulak M., 2012, Przymusowy wykup akcji akcjonariuszy mniejszościowych, *Akcjonariusz*, nr 3: 28-31.
- Wosiak K., 2017, Procedura przymusowego wykupu akcji – wybrane problemy, *Rejent*, nr 5: 77-90.
- Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., P 25/02, OTK ZU, 2005, nr 6 poz. 65.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 lutego 2008 r., II CSK 441/07, LEX nr 371785.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 października 2009 r., II FSK 870/08, ONSAiWSA 2010, nr 6, poz. 122.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 5 listopada 2009 r., I CSK 158/09, OSNC 2010, nr 4, poz. 63.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 4 grudnia 2013 r., VI ACa 290/13, LEX nr 1428275.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 lutego 2018 r., VII AGa 81/18, LEX nr 2549708.
- Zwolińska-Doboszyńska A., 2020, Przymusowa dematerializacja akcji i rejestr akcjonariuszy w świetle ostatnich zmian legislacyjnych, *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 3: 13-20.

A squeeze-out carried out according to Art. 418 of the Commercial Companies Code and dematerialisation of stocks

Abstract. The article addresses amendments to the Code of Commercial Companies, which came into force on the 1st of March 2021. The amendments regulate the possibility of a squeeze-out and are directly related to the process of dematerialisation. The author conducts a legal-dogmatic analysis of the amendments with a view to evaluating their effects and describing their practical ramifications.

Keywords: squeeze-out, dematerialisation, stocks, Article 418 of the Code of Commercial Companies

