

Komentarz

■ **Nowy formularz wniosku o warunki zabudowy mamy od roku, ale jest tak, jakby go nie było** c₂

Praktyka

■ **Bez zgody KNF na finansowanie społecznościowe nie będzie transakcji crowdfundingowych** c₃

Porada

■ **Sądowa zmiana warunków umowy jest możliwa tylko wtedy, gdy strata przekracza zwykłe ryzyko kontraktowe** c₄

FIRMA i PRAWO

D O D A T E K D L A P R E N U M E R A T O R Ó W

Mniejszościowi akcjonariusze nie muszą się bać nowego squeeze outu

ZMIANA PRAWA Co prawda znowelizowany kodeks spółek handlowych pozwala obniżyć próg przymusowego wykupu akcji z 90 proc. do 75 proc. kapitału zakładowego, ale **mniejszość posiadająca 25 proc. nie powinna czuć się zagrożona „wyciśnięciem”**. To nie będzie takie proste

Patrycja Otto

patrycja.otto@infor.pl

Do przymusowego wykupu wspólników i akcjonariuszy mniejszościowych została uprawniona spółka dominująca, reprezentująca w spółce zależnej - pośrednio lub bezpośrednio - zaledwie 75 proc. kapitału zakładowego (o ile zostanie to przegłosowane i zapisane w umowie bądź statucie spółki). Dotyczy to zarówno spółek akcyjnych, jak i z ograniczoną odpowiedzialnością, a wynika z nowego art. 21¹ par. 2 ustawy z 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2022 r. poz. 1467; dalej: k.s.h.).

Co to oznacza? Drastyczne obniżenie wymogu do przeprowadzenia squeeze outu i ustanowienie tego uprawnienia dla akcjonariusza wiodącego, w sytuacji gdy udział akcjonariuszy mniejszościowych w spółce wynosi 25 proc. kapitału zakładowego. Pojawia się w związku z tym pytanie, czy sytuacja ta może docelowo prowadzić do „wywłaszczenia” wspólników lub akcjonariuszy reprezentujących nawet 1/4 kapitału zakładowego. Opinii prawników nie są jednoznaczne.

- W najbardziej ekstremalnym wydaniu nowa regulacja umożliwia „wywłaszczenie” udziałowców mniejszościowych - przyznaje Bartosz Olszewski z kancelarii Ślęzak, Zapiór i Partnerzy w Katowicach. Od razu jednak zauważa, że domyślnie przepisy pozwalają na wykup wspólników posiadających do 10 proc. kapitału przez spółkę dominującą posiadającą bezpośrednio co najmniej 90 proc. kapitału. Modyfikacja progu wykupu jest możliwa dopiero przez zmianę umowy spółki lub statutu, na co pozwala k.s.h. po nowelizacji. Co więcej, w przypadku wprowadzenia takiej zmiany do umowy spółki wspólnicy, którzy nie zgadzają się na nią, mogą od razu zażądać wykupu swoich udziałów lub akcji.

- Jeśli statut czy umowa spółki milczy w zakresie obniżenia progu squeeze outu do 75 proc., to należy stosować próg 90 proc. Ponadto pamiętajmy, że dopiero 13 października weszła w życie nowela k.s.h., która otworzyła możliwość zmiany umowy czy statutu spółki. Poza tym wspólnikom mniejszościowym przysługuje roszczenie o uchylenie uchwały z art. 249 k.s.h. Wreszcie, obniżenie progu squeeze outu można traktować jako zmianę uszczuplającą prawa wspólnika/akcjonariusza, a taka zmiana, zgodnie z art. 246 i art. 415 k.s.h. wymaga zgody wszystkich - zauważa Tomasz Kowolik, mecenas w Kancelarii Adwokackiej Duraj Reck i Partnerzy.

Bez kolizji

Czy zatem rozwiązanie, choć będące jedynie opcją statutową, jest wątpliwe z punktu widzenia proporcjonalności i zgodności z konstytucyjną ochroną praw nabytych? Doktor Marcin Śledzikowski, radca prawny, partner w SDZLegal Schindhelm

we Wrocławiu, jest przekonany, że wątpliwości w zakresie konstytucyjności squeeze outu, które powstały już na kanwie art. 418 par. 1 k.s.h., zostały rozstrzygnięte w wyroku Trybunału Konstytucyjnego z 21 czerwca 2005 r. (sygn. akt P 25/02). Trybunał wskazał w nim m.in., że koncepcja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy jest zgodna z naturą spółki akcyjnej, która zakłada „rządy większości nad mniejszością”. Konsumuje także zasadę proporcjonalności praw i wkładów wspólników.

- Akcjonariusz, który wniósł większy kapitał, ponosi też większe ryzyko gospodarcze. Jest więc uzasadnione, aby jego interesy były uwzględniane proporcjonalnie do wniesionego kapitału. Trybunał we wspomnianym wyroku, wskazał też, że przesłanki zastosowania przymusowego wykupu akcji polepszają poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż gwarantują możliwość dochodzenia przez wykupywanego akcjonariusza godziwej ceny wykupu. Rozważania te należy uznać za aktualne także na gruncie rozszerzonego squeeze outu wprowadzonego przepisami prawa holdingowego - tłumaczy dr Marcin Śledzikowski.

Ważne jest to, że TK w przywołanym wyroku stwierdził, iż art. 418 k.s.h., dotyczący squeeze outu w spółce akcyjnej, nie jest niezgodny z art. 21 ust. 2 Konstytucji RP stanowiącym właśnie o możliwości wywłaszczenia. Uznał, że wywłaszczenie jest dopuszczalne tylko w razie spełnienia dwóch przesłanek: istnienia publicznego celu oraz dokonania go za słusznym odszkodowaniem.

Z taką tezą zgadza się Bartosz Kuraś, radca prawny, partner w Kancelarii Wardyński i Wspólnicy. Według niego nie należy doszukiwać się kolizji z zasadą proporcjonalności czy też ochroną praw nabytych. W obrocie od dawna stosowane są różne instrumenty, dzięki którym można wykupić mniejszościowych wspólników ze spółki. W pewnych okolicznościach można wykupić nawet wspólników w joint venture, którzy mają równe udziały (50/50) bądź nieznacznie różny udział (np. 51/49). - Stosowane są przecież różnego rodzaju opcje zbycia udziałów, opcje nabycia, klauzule pozwalające przyłączyć się do sprzedaży, gdy jeden wspólnik sprzedaje, bądź klauzule przymuszające do sprzedaży wspólników mniejszościowych, gdy wspólnik większościowy zbywa swoje udziały nowemu inwestorowi. Często ma to miejsce w sytuacjach, gdy tworzone są różnego rodzaju wspólne przedsięwzięcia, z których podczas wspólnik większościowy albo w ogóle wspólnicy chcą mieć opcje wyjścia - wyjaśnia ekspert. Podkreśla jednocześnie, że takie rozwiązania mają swoje oparcie w zasadzie swobody umów, ale na ich wprowadzenie wspólnicy też muszą się zgodzić.

Wprawdzie zgodnie z k.s.h. zmiana umowy spółki wymaga większości 2/3 głosów,

jednak należy pamiętać, że uchwała dotycząca zmiany umowy spółki, która zwiększa świadczenia wspólników lub uszczupla prawa udziałowe bądź prawa przyznane osobście poszczególnym wspólnikom, wymaga zgody wszystkich wspólników, których dotyczy. Wymóg ten powinien mieć zastosowanie również do zmiany umowy spółki w zakresie wprowadzenia rozszerzonej możliwości squeeze outu. - Patrząc na to, jak są skonstruowane nowe przepisy dotyczące wyciśnięcia, wydaje mi się, że nie będą one szeroko stosowane. Być może przydadzą się w pewnych spółkach z o.o., gdzie wspólnik, który ma 90 proc. udziałów, będzie chciał wycisnąć wspólników mniejszościowych, a umowa spółki nie przewiduje innych mechanizmów na rozstanie się z nimi. Żeby jednak móc zastosować te rozwiązania, konieczne będzie uprzednie ustanowienie grupy spółek w rozumieniu nowych przepisów. Wydaje się, że raczej strony, tak jak wcześniej, będą ustalać bardziej wyszukane rozwiązania zapewniające korzystny dla stron mechanizm wyjścia ze spółek - mówi Bartosz Kuraś.

Ostrożny w formułowaniu zarzutów o naturze konstytucyjnej jest też Bartosz Olszewski. Zwraca uwagę, że 75 proc. kapitału de facto daje pełną możliwość kontroli nad spółką. A to oznacza, że właściciel, który dysponuje takim udziałem, ma co do zasady prawo decydować o organach spółki, treści aktu inkorporacji czy dysponowaniu zyskiem.

Prawa słabszych gwarantowane?

W opinii eksperta w praktyce nierzadko się zdarza, że wspólnicy mniejszościowi zostają wywłaszczeni w sposób nieformalny poprzez całkowite odsunięcie ich od spraw spółki. W związku z tym dyskusja powinna być tak naprawdę szersza i zahaczać o to, jakie prawa mniejszości chcemy ustawowo gwarantować. Dotychczasowe przepisy nie zapewniały specjalnie mocnej pozycji drobnemu akcjonariuszowi. Nowe regulacje dodatkowo pogłębiają tę przepaść.

- Dlatego - jak podkreśla Bartosz Olszewski - jeżeli ktoś decyduje się na inwestowanie mniejszościowe w grupę kapitałową, to musi zabezpieczać swoje interesy w inny sposób. Może np. na wejściu do inwestycji oczekiwać przyznania praw osobistych. Może też zawrzeć umowę inwestycyjną ze wspólnikiem większościowym. Takie mechanizmy będą dalej dostępne.

Czy zatem istnieje opcja zabezpieczenia przed wywłaszczeniem dla wspólników lub akcjonariuszy reprezentujących nawet 1/4 kapitału zakładowego? Jak uważają prawnicy, przepisy nie przewidują mechanizmów ochrony dla wspólników/akcjonariuszy mniejszościowych. Podmioty te mogą natomiast głosować przeciwko uchwałom o przymusowym wykupie i żądać zaprotokołowania sprzeciwu, a następnie

taką uchwałę zaskarżyć. Uchwała podwyższająca próg wykupu z 10 proc. do 25 proc. musi zostać zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym. Wspólnicy mniejszościowi mogą uchwałę zaskarżyć i żądać zabezpieczenia swoich roszczeń poprzez wstrzymanie wpisu do rejestru. Mogą także zażądać wykupu swoich udziałów już w momencie podejmowania takiej uchwały, co może stanowić niewłaściwy moment na realizację takiej transakcji dla spółki dominującej.

Zalety i zagrożenia

Prawnicy zwracają uwagę, że rozszerzenie możliwości squeeze outu ma też dobre strony. Pozwala na ujednolicenie struktury właścicielskiej w grupie spółek, w sytuacji gdy jest ona bardzo rozproszona, przez jej konsolidację. Co za tym idzie - zawiera mechanizm ochronny dla spółki dominującej, umożliwiający jej sprawne zarządzanie grupą spółek.

- Zdarza się, że drobni wspólnicy/akcjonariusze często nadużywają swojej pozycji w spółce, co utrudnia i komplikuje funkcjonowanie danego podmiotu. „Wyciśnięcie” ze spółki drobnych wspólników czy akcjonariuszy może przyczynić się do usprawnienia procesów decyzyjnych wewnątrz spółki, a także polepszyć jej funkcjonowanie, co ma istotne znaczenie zwłaszcza w grupie spółek, gdzie nadrzędnym interesem jest interes grupy. Dbałość o ochronę tego interesu mogą natomiast skutecznie uniemożliwiać wspólnicy/akcjonariusze mniejszościowi spółki zależnej - twierdzi dr Marcin Śledzikowski.

Bartosz Olszewski również stoi na stanowisku, że przepis pomoże wyeliminować mniejszościowych udziałowców, którzy sprawiają grupie problemy, np. zaskarżając uchwały czy wykonując uprawnienia kontrolne. W jego opinii z perspektywy spółki dominującej z pewnością możliwość przymusowego wykupu może się jawić jako atrakcyjny sposób scementowania swojej władzy. - Przepis może zniechęcać wspólników mniejszościowych do inwestowania w podmioty należące do grupy spółek w pakiety mniejsze niż 25 proc. udziałów. Inwestorzy mogą się obawiać wykupienia po niesatysfakcjonującej cenie w sytuacji, gdy spółka będzie mieć przejściowe trudności. Wykup następuje zasadniczo po cenie ustalonej przez biegłego, należy jednak pamiętać, że spółka dominująca ma znaczny wpływ na sytuację spółki zależnej - podkreśla Bartosz Olszewski. Co więcej, w jego opinii nowa regulacja może rodzić pokusę przejściowego pogarszania wyniku własnej spółki w celu zaniżenia wyceny i taniego wykupu wspólników mniejszościowych. Z pewnością nie stanowi to zachęty do inwestowania w grupy spółek przy udziale mniejszym niż 25 proc., bez stosownego zabezpieczenia w umowie inwestycyjnej. ©