

UMOWA OPCJI *CALL* I *PUT* W TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ

Piotr Plesiński



Wolters Kluwer

UMOWA OPCJI *CALL* I *PUT* W TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ

Piotr Plesiński



SERIA **MONOGRAFIE**

Stan prawny na 1 stycznia 2024 r.

Recenzent

Prof. dr hab. Marek Michalski

Wydawczyni

Monika Pawłowska

Redaktorka prowadząca

Paulina Ambroży

Opracowanie redakcyjne

Katarzyna Świerk-Bożek

Projekt okładek serii

Wojtek Janikowski, Przemek Dębowski

prawolubni[♥]

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

Szanujemy prawo i własność

Więcej na www.legalnakultura.pl

Polska Izba Książki

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2024

ISBN 978-83-8358-320-4

ISSN 1897-4392

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. +48 728 313 462

e-mail: PL-ksiazki@wolterskluwer.com

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Dla Małgosi, Marysi i Adasia

Spis treści

Wykaz skrótów	13
Wstęp	15
Rozdział I	
Zagadnienia wprowadzające	27
1. Uwagi ogólne	27
2. Funkcja ekonomiczna umowy opcji	28
3. Definicje umowy opcji	33
3.1. Uwagi ogólne	33
3.2. Definicje umowy opcji w piśmiennictwie	34
3.3. Definicje umowy opcji w orzecznictwie	38
3.4. Umowa opcji w projekcie prac Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego	41
3.5. Definicja własna. Test umowy opcji	42
4. Swoboda kształtowania umów	45
4.1. Uwagi ogólne	45
4.2. Sprzeczność postanowień umowy z ustawą	47
4.3. Sprzeczność postanowień umowy z zasadami współzycia społecznego	50
4.4. Sprzeczność postanowień umowy z właściwością (naturą) stosunku prawnego	53
4.5. Konsekwencje naruszenia art. 353 ¹ k.c.	56
5. Przejście tytułu prawnego do udziałów lub akcji	57
6. Charakterystyka umów nienazwanych	60
Rozdział II	
Charakter prawny umowy opcji	64
1. Uwagi ogólne	64
2. Umowa opcji oparta na instytucji umowy przedwstępnej	67

2.1. Uwagi ogólne	67
2.2. Sposób wykonania uprawnienia opcyjnego	69
2.3. Moment wykonania uprawnienia opcyjnego	73
2.4. Uwagi podsumowujące	79
3. Umowa opcji zawierająca w swojej treści ofertę	83
3.1. Uwagi ogólne	83
3.2. Sposób wykonania uprawnienia opcyjnego	85
3.3. Moment wykonania uprawnienia opcyjnego	92
3.4. Uwagi podsumowujące	94
4. Umowa opcji zobowiązująca do złożenia oferty	96
4.1. Uwagi ogólne	96
4.2. Sposób wykonania uprawnienia opcyjnego	98
4.3. Moment wykonania uprawnienia opcyjnego	99
4.4. Uwagi podsumowujące	101
5. Umowa opcji oparta na instytucji warunkowej umowy sprzedaży	102
5.1. Uwagi ogólne	102
5.2. Sposób wykonania uprawnienia opcyjnego	105
5.3. Moment wykonania uprawnienia opcyjnego	119
5.4. Uwagi podsumowujące	120
6. Podsumowanie badań empirycznych w zakresie stosowanych w obrocie prawnym konstrukcji umowy opcji	122
7. Podsumowanie	124

Rozdział III

Granice kształtowania umowy opcji	127
1. Uwagi ogólne	127
2. Charakter prawny umów współników i umów akcjonariuszy	128
3. Analiza prawna granic kształtowania postanowień umowy opcji	130
3.1. Granice kształtowania terminu na wykonanie uprawnienia opcyjnego	130
3.1.1. Uwagi ogólne	130
3.1.2. Granice kształtowania terminu związania umową opcji na gruncie art. 338 k.s.h.	132

3.1.3. Terminy na wykonanie uprawnienia z umowy opcji opartej na instytucji umowy przedwstępnej	139
3.1.4. Terminy na wykonanie uprawnienia z umowy opcji zawierającej w swojej treści ofertę	143
3.1.5. Terminy na wykonanie uprawnienia z umowy opcji zobowiązującej do złożenia oferty	146
3.1.6. Terminy na wykonanie uprawnienia z umowy opcji opartej na instytucji warunkowej umowy sprzedaży	148
3.1.7. Uwagi podsumowujące	151
3.2. Świadczenie wzajemne należne zobowiązanemu z opcji	152
3.2.1. Uwagi ogólne	152
3.2.2. Świadczenie wzajemne zastrzeżone w umowie opcji opartej na instytucji umowy przedwstępnej	152
3.2.3. Świadczenie wzajemne zastrzeżone w umowie opcji zawierającej w swojej treści ofertę	154
3.2.4. Świadczenie wzajemne w umowie opcji zobowiązującej do złożenia oferty	156
3.2.5. Świadczenie wzajemne w umowie opcji opartej na instytucji warunkowej umowy sprzedaży	157
3.2.6. Uwagi podsumowujące	158
3.3. Kształtowanie w umowie opcji podstaw do ustalenia ceny sprzedaży praw udziałowych	159
3.4. Określenie przedmiotu umowy głównej	167
4. Podsumowanie badań empirycznych w zakresie określonych postanowień umowy opcji	169
5. Podsumowanie	174

Rozdział IV

Dopuszczalność zamieszczania opcji *call* i opcji *put*

w umowie oraz statucie spółki	176
1. Uwagi ogólne	176
2. Zakres stosowania przepisów Kodeksu cywilnego do spółek handlowych	178
3. Dopuszczalność zamieszczania opcji w statucie spółki	182

3.1. Granice kształtowania postanowień statutu spółki	182
3.2. Skutki zamieszczenia w statucie spółki postanowień wykraczających poza granice swobody kształtowania treści statutu spółki	190
3.3. Dopuszczalność zamieszczania w statucie spółki postanowień dotyczących relacji między akcjonariuszami	193
3.3.1. Uwagi ogólne	193
3.3.2. Dopuszczalność zamieszczania postanowień dotyczących relacji między akcjonariuszami w statucie spółki w ramach statutu w sensie formalnym	194
3.3.3. Dopuszczalność zamieszczania postanowień dotyczących relacji między akcjonariuszami w statucie spółki w granicach określonych przez art. 304 § 3 i 4 k.s.h.	197
3.4. Dopuszczalność zamieszczania opcji <i>call</i> w statucie spółki	199
3.5. Dopuszczalność zamieszczania opcji <i>put</i> w statucie spółki	206
4. Dopuszczalność zamieszczania opcji w umowie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz umowie prostej spółki akcyjnej	210
4.1. Granice kształtowania postanowień umowy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz umowy prostej spółki akcyjnej	210
4.2. Skutki zamieszczenia w umowie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz umowie prostej spółki akcyjnej postanowień wykraczających poza granice swobody kształtowania treści umowy spółki	213
4.3. Dopuszczalność zamieszczania w umowie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz umowie prostej spółki akcyjnej postanowień dotyczących relacji między wspólnikami (akcjonariuszami)	214
4.4. Dopuszczalność zamieszczania opcji <i>call</i> w umowie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz umowie prostej spółki akcyjnej	217

4.5. Dopuszczalność zamieszczania opcji <i>put</i> w umowie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz umowie prostej spółki akcyjnej	224
5. Podsumowanie	226
Rozdział V	
Skutki naruszenia umowy opcji	229
1. Uwagi ogólne	229
2. Uchyłanie się od zawarcia umowy sprzedaży praw udziałowych	230
2.1. Umowa opcji oparta na instytucji umowy przedwstępnej	230
2.2. Umowa opcji zobowiązująca do złożenia oferty	232
3. Zbycie praw udziałowych w okresie związania umową opcji	234
3.1. Uwagi ogólne	234
3.2. Umowa opcji oparta na instytucji umowy przedwstępnej	243
3.3. Umowa opcji zawierająca w swojej treści ofertę	247
3.4. Umowa opcji zobowiązująca do złożenia oferty	255
3.5. Umowa opcji oparta na instytucji warunkowej umowy sprzedaży	256
3.6. Uwagi szczególne dotyczące opcji <i>call</i> zamieszczonej w statucie oraz umowie spółki	261
4. Podsumowanie	265
Zakończenie	267
Aneks	
Modelowe klauzule opcyjne	279
A. Umowa opcji oparta na instytucji umowy przedwstępnej	279
B. Umowa opcji zawierająca w swojej treści ofertę	281
C. Umowa opcji zobowiązująca do złożenia oferty	282
D. Umowa opcji oparta na instytucji warunkowej umowy sprzedaży	284
Bibliografia	287
Orzecznictwo	296
Akty prawne	298
Pozostałe źródła	299

Wykaz skrótów

Akty prawne

- k.c. – ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2023 r. poz. 1610 ze zm.)
- k.h. – rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 27.06.1934 r. – Kodeks handlowy (Dz.U. Nr 57, poz. 502 ze zm.) – uchylone
- Konstytucja RP – Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2.04.1997 r. (Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze zm.)
- k.p.c. – ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2023 r. poz. 1550 ze zm.)
- k.s.h. – ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2022 r. poz. 1467 ze zm.)
- u.k.w.h. – ustawa z 6.07.1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (Dz.U. z 2023 r. poz. 1984)

Czasopisma

- KPP – Kwartalnik Prawa Prywatnego
- M. Praw. – Monitor Prawniczy
- PiP – Państwo i Prawo
- PPH – Przegląd Prawa Handlowego
- PUG – Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego

Inne

- SA – Sąd Apelacyjny
- SN – Sąd Najwyższy

Wstęp

Współczesny rynek transakcyjny w Polsce zaczął kształtować się po zmianach ustrojowych na przełomie lat 80. i 90 XX w. W bardzo krótkim okresie konieczne stało się wypracowanie mechanizmów prawnych pozwalających stronom transakcji na sprawne prowadzenie negocjacji oraz ujmowanie w umowach interesów stron w sposób, do którego podstawowe instytucje opisane w Kodeksie cywilnym nie były wystarczające. Jako że większość nowych inwestorów pochodziła z krajów zachodnich, w których instytucje prawne, metodyka przygotowywania dokumentacji transakcyjnej oraz terminologia kształtowały się na przestrzeni dziesięcioleci, do tego dorobku w naturalny sposób odwoływali się także prawnicy doradzający w Polsce¹.

Wiele instrumentów prawnych zostało inkorporowanych do umów poddanych prawu polskiemu (lub przynajmniej dotyczących udziałów lub akcji w polskich spółkach) w szczególności z anglosaskich porządków prawnych. W ten sposób w zawieranych w Polsce umowach sprzedaży udziałów lub akcji zaczęły pojawiać się np. oświadczenia i zapewnienia (*representations and warranties*), klauzule indemnifikacyjne, uprawnienie *drag-along* czy *tag-along* lub – będące przedmiotem niniejszej pracy – opcje *call* oraz opcje *put*.

Odwołanie się do powyższych konstrukcji i wykorzystanie schematów, w jakich przygotowywane są umowy sprzedaży udziałów lub akcji (jak również umowy wspólników lub akcjonariuszy) także w innych jurysdykcjach,

¹ A. Szlęzak [w:] A. Szlęzak, P. Mazur, *Wybrane umowy w transakcjach mergers & acquisitions (share deals) w świetle KC i KSH*, Warszawa 2022, s. 1–3; B. Marcinkowski [w:] *Przewodnik po transakcjach fuzji i przejęć*, red. B. Marcinkowski, Warszawa 2020, s. 21–22; T. Wardyński [w:] M. Barłowski, J. Grykiel, M. Kasiarz, K. Libiszewski, I. Zielińska-Barłózek, *Transakcje fuzji i przejęć*, Warszawa 2011, s. 27; K. Kocemba, J. Salwa, M. Tomczak, *Sprzedaż udziałów lub akcji – modelowa umowa Share Purchase Agreement*, Warszawa 2014, s. 14.

znacząco ułatwia dzisiaj zawieranie transakcji. Występująca standaryzacja umów pozwala prawnikom działającym w Polsce dostosowywać umowy do konkretnej sytuacji w krótkim czasie, natomiast odwoływanie się w zawieranych umowach do postanowień uznawanych globalnie pozwala w łatwy sposób komunikować się także z inwestorami i ich doradcami pochodzącymi spoza Polski.

Z zadowoleniem można odnotować pojawiające się publikacje dotyczące zagadnień transakcyjnych, zwłaszcza że wiele z nich zostało napisanych przez, będących jednocześnie naukowcami, uznanych praktyków prawa, którzy niejednokrotnie kształtowali polski rynek transakcyjny. Opracowania te odnoszą się w szczególności do kwestii odpowiedzialności za oświadczenia i zapewnienia². W czasopismach prawniczych pojawia się także coraz więcej artykułów dotyczących poszczególnych zagadnień występujących w umowach inwestycyjnych opracowanych przez autorów młodszego pokolenia, będących jednocześnie praktykującymi prawnikami³.

Zważywszy na poziom skomplikowania zawieranych transakcji oraz ich wagę dla gospodarki, ten dorobek naukowy musi jednak być ciągle uzupełniany. Gruntowne zrozumienie stosowanych mechanizmów przez prawników, jak również sędziów i arbitrów, będzie gwarantować stronom potencjalnych sporów prawnych, że zapadłe rozstrzygnięcia będą bardziej sprawiedliwe i uwzględniające faktyczne intencje, które przyświecały stronom na etapie podpisywania umów.

² B. Gessel-Kalinowska vel Kalisz, *Oświadczenia i zapewnienia w umowie sprzedaży udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością (w świetle zasady swobody umów)*, Warszawa 2010; A. Szlęzak, *Czy naruszenie oświadczeń i zapewnnień (representations and warranties) jest naruszeniem umowy*, PPH 2017/10; A. Szlęzak, *O representations and warranties raz jeszcze – polemika*, PPH 2014/12. Wart uwagi jest ciąg artykułów polemicznych A. Szlęzaka oraz J. Jastrzębskiego, zapoczątkowanych opracowaniem J. Jastrzębskiego, *Oświadczenia i zapewnienia (representations and warranties) a wady oświadczenia woli*, PPH 2014/1.

³ Por. np. M. Baszczyk, *Prawo opcji oraz konstrukcje na nim oparte jako ograniczenia zbywalności udziałów (akcji)*, M. Praw. 2020/2; P. Mazur, *Wybrane problemy związane ze stosowaniem opcji put oraz opcji call w statutach spółek akcyjnych*, PPH 2020/9; P. Mazur, *Klauzule drag-along jako umowy przedwstępne na rzecz osoby trzeciej*, PPH 2020/12; M. Bławat, *Wykładnia umów zawierających tzw. oświadczenia i zapewnienia (representations and warranties) – wybrane zagadnienia*, PPH 2020/12.

Orzecznictwo związane z umowami sprzedaży udziałów lub akcji czy umowami inwestycyjnymi jest niezwykle ubogie, natomiast pojawiające się sporadycznie orzeczenia spotykają się często z bardzo silną krytyką w piśmiennictwie⁴. Ograniczona liczba relewantnych orzeczeń wynika w znacznym stopniu z tego, że w większości tego typu umów potencjalne spory są poddawane pod jurysdykcję trybunałów arbitrażowych, a nie sądu powszechnego. Orzeczenia sądów arbitrażowych nie są z kolei publikowane i nie stanowią przyczynku do dyskusji na gruncie piśmiennictwa ani podstawy rozstrzygnięć w innych sporach, które mogłyby kształtować z czasem spójną linię orzeczniczą.

Tym większa musi być więc rola piśmiennictwa w próbie dochodzenia do wspólnego rozumienia używanych w obrocie mechanizmów. Niniejsza praca ma być taką właśnie próbą wzbogacenia nauki i praktyki prawa w rozumieniu zagadnienia, czym są i jak mogą zostać ukształtowane opcje *call* oraz opcje *put*, w szczególności w kontekście transakcji m&a (*mergers and acquisitions*, tzn. fuzje i przejęcia)⁵.

W pierwszej kolejności wstępnego wyjaśnienia wymagają same pojęcia opcji *call* oraz opcji *put*. W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że opcja *call* polega na przyznaniu uprawnionemu możliwości nabycia od zobowiązanego określonej liczby udziałów lub akcji w określonym czasie, z kolei opcja *put* polega na przyznaniu uprawnionemu możliwości sprzedaży określonej liczby udziałów lub akcji zobowiązanemu w określonym czasie. Cena za zbywane udziały lub akcje jest ustalana albo jako stała, przyjęta na etapie kształtowania umowy opcji kwota, albo jako mechanizm, na podstawie którego cena zostaje obliczona w momencie wykonania opcji. Co do zasady uprawnienie do nabycia (w przypadku opcji *call*) lub zbycia (w przypadku

⁴ Por. wyrok SN z 9.10.2014 r., IV CSK 29/14, LEX nr 1544570 i publikacje krytykujące to rozstrzygnięcie, w tym m.in. J. Jastrzębski, *Swoboda zawierania i kształtowania umów gwarancyjnych. Glosa do wyroku SN z 9.10.2014 r., IV CSK 29/14*, „Glosa” 2015/02; A. Szlęzak, *Kilka uwag o umowach gwarancyjnych – na marginesie wyroku Sądu Najwyższego z 9.10.2014 r. (IV CSK 29/14)*, „Przegląd Sądowy” 2015/7–8.

⁵ Transakcje te należy rozumieć jako: „transakcje handlowe, mające jednak specyficzny przedmiot nabycia (*acquisition*), który stanowią akcje czy udziały w spółce [...] albo przedsiębiorstwo [...] bądź jego zorganizowaną część” (B. Marcinkowski [w:] *Przewodnik...*, red. B. Marcinkowski, s. 19). Z punktu widzenia niniejszej pracy istotne będą wyłącznie transakcje mające za swój przedmiot udziały lub akcje.

opcji *put*) udziałów lub akcji będzie uzależnione od spełnienia się określonych warunków.

Opcja *call* bywa czasem tłumaczona jako opcja kupna⁶, opcja zakupu⁷ lub opcja nabycia⁸, natomiast opcja *put* – jako opcja sprzedaży⁹. W niniejszej pracy stosowane będą jednak angielskie określenia *call* i *put*, gdyż te anglojęzyczne wyrażenia nie tylko weszły na stałe do praktyki prawniczej, ale także są niejednokrotnie stosowane w polskim piśmiennictwie¹⁰.

Tematyka opcji *call* oraz opcji *put* w kontekście umów współników (akcjonariuszy), umów inwestycyjnych, umów *joint venture*, także w szerszym kontekście transakcji *m&a*, nie została jeszcze w sposób usystematyzowany omówiona w piśmiennictwie. Podsumowując dotychczasowy dorobek piśmiennictwa w przedmiocie umowy opcji w ogóle (a nie umowy opcji w kontekście transakcyjnym), należy zwrócić uwagę w szczególności na dwie monografie: *Opcje i transakcje terminowe* A. Chłopeckiego¹¹ oraz *Umowa opcji* M. Gutowskiego¹². Zakres prowadzonych w nich rozważań jedynie w ograniczonym stopniu pokrywa się jednak z zakresem rozważań prowadzonych przeze mnie w monografii. Po pierwsze, publikacje te koncentrują się w szczególności na określeniu charakteru prawnego umowy opcji¹³.

⁶ A. Opalski [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. IIA. *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Komentarz do art. 151–266*, red. A. Opalski, Legalis 2018, art. 182, nb 36; M. Koralewski, *Klauzule opcyjne w umowach spółek kapitałowych*, LEX ABC, pkt III; M. Bączyk, A. Jakubiec, P. Katner, M. Romanowski [w:] *System prawa prywatnego*, t. 9. *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Warszawa 2018, s. 689.

⁷ Tak m.in. M. Michalski [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. II. *Komentarz do art. 151–300*, red. A. Kidyba, LEX 2018, art. 182, pkt 5; M. Mataczyński, S. Sołtyński [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. III. *Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301–490*, red. S. Sołtyński, Legalis 2013, art. 338, nb 15.

⁸ A. Opalski [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. IIA..., red. A. Opalski, Legalis 2018, art. 182, nb 34.

⁹ A. Opalski [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. IIA..., red. A. Opalski, Legalis 2018, art. 182, nb 36; M. Koralewski, *Klauzule...*, pkt III; M. Bączyk, A. Jakubiec, P. Katner, M. Romanowski [w:] *System prawa prywatnego*, t. 9..., red. W.J. Katner, s. 689; M. Mataczyński, S. Sołtyński [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. III..., red. S. Sołtyński, Legalis 2013, art. 338, nb 15.

¹⁰ P. Mazur, *Wybrane...*, s. 22 i n; A. Opalski [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. IIA..., red. A. Opalski, Legalis 2018, art. 182, nb 36; M. Koralewski, *Klauzule...*, pkt I.

¹¹ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001.

¹² M. Gutowski, *Umowa opcji*, Kraków 2003.

¹³ Podobne uwagi można odnieść do większości publikacji w czasopiśmie dotyczących umowy opcji, które będą przywoływane w rozdziale II.

Określenie charakteru umowy opcji stanowi z kolei jedynie pewną część składową niniejszej publikacji (opisaną w rozdziale II), będącą punktem wyjścia do dalszych rozważań dotyczących zarówno granic kształtowania umowy opcji, skutków jej naruszenia, jak i dopuszczalności zamieszczenia opcji w umowach spółek¹⁴ i statutach. Po drugie, co także istotne, w opracowaniu tym zostało przedstawione inne podejście do omawiania charakteru prawnego opcji. Podczas gdy wskazani wyżej autorzy starają się odpowiedzieć na pytanie, czym jest umowa opcji, w monografii staram się raczej odpowiedzieć na pytanie, czym może być umowa opcji. Po trzecie, prace te różni kontekst, w jakim umowa opcji jest omawiana. A. Chłopecki w swoich rozważaniach skupia się przede wszystkim na opisywaniu umowy opcji w kontekście rynku kapitałowego¹⁵, podczas gdy niniejsza publikacja dotyczy opcji *call* oraz opcji *put* na gruncie transakcji na rynku prywatnym. Rozróżnienie to (z pozoru nieistotne, gdyż w obydwu przypadkach przedmiotem umowy opcji będą akcje w spółce akcyjnej¹⁶) ma znaczenie, gdyż, inaczej niż w przypadku transakcji dokonywanych na rynku regulowanym, w przypadku umowy opcji dokonywanej poza rynkiem regulowanym zakres swobody stron w kształtowaniu treści postanowień umownych jest znacznie szerszy (stąd właśnie należy raczej szukać odpowiedzi na pytanie, czym może być opcja). M. Gutowski nie zawęża natomiast rozważań dotyczących umowy opcji do jednego potencjalnego przedmiotu umowy opcji (np. udziałów lub akcji), lecz rozważania takie prowadzi także w stosunku do np. nieruchomości czy określonych przedmiotów umowy leasingu. Podejście przyjęte w niniejszym opracowaniu (skupiające się wyłącznie na udziałach oraz akcjach) pozwala natomiast na szczegółowe ujęcie wielu zagadnień występujących tylko w kontekście transakcji obejmujących udziały lub akcje.

Przedmiotem analizy będą opcje *call* oraz opcje *put*, obejmujące możliwość nabycia lub zbycia praw udziałowych w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, prostych spółkach akcyjnych oraz spółkach akcyjnych. Umowy

¹⁴ Na gruncie niniejszej pracy, jeżeli z kontekstu nie wynika inaczej, sformułowanie „umowa spółki” obejmuje zarówno umowę spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, jak i umowę prostej spółki akcyjnej.

¹⁵ Między innymi z podobnych powodów tematyka opracowania nie pokrywa się w sposób bezpośredni z publikacją A. Jakubca, *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego. Analiza cywilnoprawna*, Łódź 2014.

¹⁶ Przy czym niniejsza publikacja dotyczy także udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcji w prostej spółce akcyjnej.

opcji zasadniczo można podzielić na umowy z rozliczeniem finansowym (*cash settlement*) oraz umowy z rozliczeniem rzeczywistym (*physical settlement*). W takim ujęciu omawiana tu umowa opcji będzie stanowić zawsze opcję z rozliczeniem rzeczywistym.

Monografia została podzielona na pięć rozdziałów. Rozdział I zawiera zagadnienia wprowadzające niezbędne do dalszych rozważań. W pierwszej kolejności obejmuje charakterystykę funkcji ekonomicznej umowy opcji, następnie przegląd definicji umowy opcji na gruncie doktryny i judykatury, jak również publikacji specjalistycznych dotyczących inwestycji typu *private equity* oraz *venture capital*. Analiza ta stanowi podstawę do wyodrębnienia cech charakterystycznych umowy opcji, składających się na przyjęty przeze mnie tzw. test umowy opcji (określający minimalny zestaw cech pozwalających na zakwalifikowanie danej konstrukcji prawnej jako umowy opcji) oraz podstawę do podjęcia próby zakreślenia własnej definicji umowy opcji. W dalszej kolejności zostanie przeprowadzona krótka charakterystyka zasady swobody umów. Zasada ta stanowi punkt wyjścia do dalszych analiz dotyczących charakteru prawnego umowy opcji, granic jej kształtowania i granic kształtowania postanowień umowy oraz statutu spółki, jak również do przeprowadzenia ogólnej charakterystyki umów nienazwanych. Przed przejściem do charakterystyki umów nienazwanych zostaną także pokrótce omówione zasady przenoszenia udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcji w prostej spółce akcyjnej i spółce akcyjnej. Pozwoli to na pełniejsze zrozumienie skutków wykonania opcji przez uprawnionego z opcji.

W rozdziale II zostanie dokonana charakterystyka prawna umowy opcji na podstawie różnych instytucji prawnych rozpoznanych na gruncie Kodeksu cywilnego w celu przesądzenia, czy te konstrukcje prawne mogą zostać zastosowane do zawarcia skutecznej umowy opcji. Analiza ta będzie przeprowadzona w oparciu o konkretne elementy charakterystyczne umowy opcji, wyodrębnione w rozdziale I, w ramach analizy występujących definicji umowy opcji (test umowy opcji). W rozdziale tym znajduje się także podsumowanie przeprowadzonych przeze mnie badań empirycznych dotyczących konstrukcji umowy opcji występujących w obrocie prawnym.

W rozdziale III zostanie podjęta próba określenia granic kształtowania postanowień najczęściej pojawiających się w ramach umowy opcji. Jako że

rozdział ten dotyczy zasadniczo opcji występujących poza umową oraz statutem spółki, oprócz określenia charakteru prawnego umowy opcji (co jest przedmiotem rozdziału II) konieczne będzie także skrótowe omówienie charakteru prawnego umów inwestycyjnych (umów akcjonariuszy, umów wspólników). W dalszej części rozdziału zostaną wskazane granice, w jakich strony mogą kształtować występujące najczęściej w umowie opcji elementy. Analiza ta będzie przeprowadzona w stosunku do każdej z przedstawionych w rozdziale II możliwych konstrukcji umowy opcji. W ostatniej części tego rozdziału nastąpi podsumowanie występowania (oraz sposobu sformułowania) konkretnych postanowień umowy opcji w umowach zawieranych w obrocie prawnym.

Celem rozdziału IV jest odpowiedź na pytanie o dopuszczalność zamieszczenia opcji *call* oraz opcji *put* w umowie oraz statucie spółki.

Rozdział V dotyczy natomiast określenia skutków naruszenia umowy opcji, rozumianego zarówno jako uchylanie się od zawarcia umowy sprzedaży udziałów lub akcji po złożeniu przez uprawnionego z opcji oświadczenia o wykonaniu opcji¹⁷, jak i jako rozporządzenie udziałem lub akcją w okresie związania opcją. Analiza ta zostanie przeprowadzona w stosunku do każdej z omówionych w rozdziale II możliwych konstrukcji umowy opcji.

Wyjaśnienia wymaga także stosowana w niniejszej pracy terminologia. Sformułowanie „prawo udziałowe” będzie dla uproszczenia wywodu używane dla zbiorczego ujęcia zarówno udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, akcji w prostej spółce akcyjnej, jak i akcji w spółce akcyjnej¹⁸. Umowa sprzedaży praw udziałowych, która zostaje zawarta w wyniku wykonania uprawnienia opcyjnego, dla uproszczenia terminologii będzie także określana jako „umowa główna”. W odniesieniu do stron umowy opcji przyjęto

¹⁷ Będzie to dotyczyć tylko takich konstrukcji umowy opcji, które nie będą przyznawały uprawnionemu z opcji możliwości doprowadzenia do zawarcia umowy sprzedaży udziałów lub akcji mocą jednostronnego oświadczenia woli.

¹⁸ Pojęciem „prawo udziałowe” dla określenia zarówno akcji, jak i udziałów posługuje się np. K. Bilewska, *Prawa udziałowe w spółkach kapitałowych a majątek wspólny małżonków – wybrane zagadnienia*, „Palestra” 2006/9–10, s. 96 i n.; P. Mazur, *Klauzule tag-along jako umowy o świadczenie przez osobę trzecią*, PPH 2021/8, s. 50 i n. Pojęciem „prawo udziałowe” dla określenia udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością posługuje się np. M. Tarska, *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Istota. Ustrój. Funkcjonowanie*, Warszawa 2003, s. 214.

określenia „uprawniony z opcji” lub „uprawniony z umowy opcji” dla strony umowy, której będzie przysługiwać uprawnienie do doprowadzenia do zawarcia umowy głównej w wyniku podjętej przez siebie decyzji. Dla drugiej strony takiej umowy przyjęto terminy „zobowiązany z opcji” lub „zobowiązany z umowy opcji”.

Z pojęciem umowy opcji nierozdzielnie związane są także terminy „wykonanie opcji”, „wykonanie uprawnienia opcyjnego” lub „wykonanie uprawnienia z (umowy) opcji”. Przez pojęcia te w monografii będzie rozumiane złożenie przez uprawnionego z umowy opcji oświadczenia zmierzającego do doprowadzenia do zawarcia umowy głównej, przy czym złożenie takiego oświadczenia będzie rozpatrywane z punktu widzenia różnych instytucji prawnych¹⁹.

Podstawową metodą zastosowaną w niniejszym opracowaniu jest metoda dogmatyczna. Przedmiotem analizy są zwłaszcza szczegółowe wypowiedzi doktryny²⁰ oraz judykatury, mające znaczenie dla tematyki danej pracy. W celu lepszego zilustrowania rozważań teoretycznych przytaczane są także przykłady z praktyki prawniczej.

W monografii posłużyłem się również w ograniczonym zakresie metodą empiryczną, dokonując analizy 39 przykładowych umów opcji zawartych na gruncie prawa polskiego, stanowiących zarówno odrębne umowy, obejmujące swoim zakresem wyłącznie opcje *call* lub opcje *put*, jak i umowy opcji występujące w ramach umów inwestycyjnych lub umów wspólników (akcjonariuszy) obejmujących większą liczbę zagadnień. Analizowane umowy obejmują udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcje w spółkach akcyjnych. Ze względu na krótki czas obowiązywania regulacji prawnej dotyczącej prostej spółki akcyjnej i w konsekwencji brak rozbudowanej praktyki w tym zakresie, przedmiotu żadnej z omawianych umów nie stanowiły akcje w prostej spółce akcyjnej.

¹⁹ Złożenie takiego oświadczenia w przypadku niektórych umów opcji będzie prowadzić do zawarcia umowy głównej bez składania dalszych oświadczeń woli przez zobowiązanego z opcji, natomiast w pewnych przypadkach dodatkowe działanie po stronie zobowiązanego z opcji będzie konieczne.

²⁰ Przedmiotem analizy w ograniczonym stopniu są również wypowiedzi w publikacjach specjalistycznych dotyczących inwestycji typu *private equity* oraz *venture capital*.

Stronami analizowanych umów były zarówno podmioty polskie, jak i zagraniczne (po obydwu stronach bądź będące zobowiązanym, bądź uprawnionym z opcji), stanowiące podmioty działające w określonych sektorach gospodarki oraz fundusze typu *private equity* lub *venture capital*. Jako że umowy stanowiące podstawę badań empirycznych nie są dokumentami publicznie dostępnymi, nie używam w opracowaniu żadnych danych, które mogłyby pozwolić na identyfikację stron tych umów.

Umowy zawierane w transakcjach fuzji i przejęć nie są dostępne w żadnym publicznym rejestrze. Tym samym, podejmując próbę opisanego standardów rynkowych dotyczących takich umów, można bazować jedynie na umowach napotkanych w ramach własnej praktyki prawniczej, jak i umowach przekazanych przez innych praktyków, skłonnych podzielić się swoim doświadczeniem. Umów przeanalizowanych na potrzeby niniejszej pracy nie można więc traktować jako w pełni reprezentatywnych dla całego obrotu. Stanowią one jedynie pewną próbkę umów występujących w obrocie w transakcjach typu prywatnego (poza rynkiem regulowanym). Niemniej jednak wnioski wyciągnięte z takiej analizy mogą być przydatne dla czytelnika, ubogacając rozważania teoretyczne przez odniesienie do rozwiązań przyjmowanych w praktyce. Zestawienie badań empirycznych z analizą teoretyczną pozwoli bowiem na przesądzenie, czy występujące w praktyce obrotu umowy mogą zostać uznane za umowy opcji, czy są one zawierane w sposób ważny i czy są wystarczające dla zaspokojenia potrzeb prawnych stron takich umów²¹. Ponadto analiza empiryczna potwierdza, że dokonana w rozdziale III próba odpowiedzi na pytanie o granice, w jakich można kształtować poszczególne elementy umowy opcji, nie ma jedynie waloru teoretycznego, lecz znajduje także uzasadnienie w praktyce obrotu gospodarczego.

Poza zakresem głównych rozważań objętych niniejszą publikacją pozostają:

- 1) określane czasem mianem opcji tzw. prawo *drag along* oraz prawo *tag along*²². Prawo *drag along* polega na przyznaniu uprawnionemu możliwości „przymuszenia” osób zobowiązanych (pozostałych wspólników lub akcjonariuszy) do zbycia ich praw udziałowych na rzecz osoby prze-

²¹ Zob. uwagi w rozdziale II pkt 6.

²² T.M. Szczurowski, *Opcje na prawa udziałowe w procesach inwestycji w spółki niepubliczne* [w:] *Zmiany prawodawstwa gospodarczego w okresie transformacji ustrojowej w Polsce*, red. T. Kocowski, K. Marak, Wrocław 2014, s. 359.

kiej w przypadku, gdy uprawniony będzie zamierzał zbyć swoje prawa. Prawo *tag along* polega na możliwości zbycia na rzecz osoby trzeciej swoich praw udziałowych w przypadku, gdy na rzecz tej osoby trzeciej swoje prawa udziałowe zamierza zbyć zobowiązany z opcji. Można zauważyć podobieństwo między opcjami *call* i *put* a prawami *tag along* i *drag along*, polegające na możliwości doprowadzenia do sprzedaży praw udziałowych przez osoby, które mogą w danym momencie nie być taką sprzedażą zainteresowane (opcja *call* oraz prawo *drag along*) bądź możliwości żądania, aby druga strona umowy (lub osoba trzecia) nabyła, w określonych przypadkach, udziały przysługujące uprawnionemu (opcja *put* oraz prawo *tag along*)²³. Należy jednak zwrócić uwagę, że prawa *tag along* i *drag along* dotyczą sytuacji, w których, odmiennie niż w ramach wykonania opcji *call* i opcji *put*, umowa sprzedaży praw udziałowych zostanie zawarta między zobowiązanym z danego prawa a osobą trzecią (prawo *drag along*) lub między uprawnionym z danego prawa a osobą trzecią (prawo *tag along*). Ta odmienność prawa *drag along* oraz prawa *tag along* wymaga odrębnego omówienia, które kolidowałoby ze spójnością wyводу prowadzanego w niniejszej pracy;

- 2) mechanizmy podobne do opcji lub oparte na umowach opcji, np., zgodnie z używanymi w obrocie angielskimi nazwami tych klauzul, *shotgun clause* (zwana także *russian roulette*), *texas shoot-out* czy *dutch auction*²⁴, jak również wiele umów mających wpływ na obrót prawami udziałowymi, w których inicjatywa co do tego, czy dojdzie do zbycia danych praw udziałowych, leży nie w rękach uprawnionego z danego prawa, lecz zobowiązanego z danego prawa, np. prawo pierwokupu lub prawo pierwszeństwa;
- 3) instrumenty finansowe w rozumieniu ustawy z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi²⁵. Nawet w przypadku, gdy instrumenty finansowe dotyczą praw udziałowych w spółkach kapitałowych, ich cel

²³ Należy jednak zwrócić uwagę, że uprawnienie z opcji *put* może zostać wykonane w dowolnym momencie wybranym przez uprawnionego (lub po spełnieniu się określonego warunku), bez względu na działania podejmowane przez zobowiązanego z opcji, natomiast uprawnienie z prawa *tag along* może zostać wykonane wyłącznie w efekcie uprzedniego podjęcia przez zobowiązanego z opcji zamiaru zbycia swoich praw udziałowych na rzecz osoby trzeciej.

²⁴ Opis tych klauzul przeprowadza M. Baszczyk, *Prawo...*, s. 83 i n.

²⁵ Dz.U. z 2023 r. poz. 646 ze zm.

będzie zasadniczo odmienny od opcji *call* i opcji *put* omawianych w monografii²⁶;

- 4) opcje obejmujące akcje w spółkach publicznych. W ograniczonym zakresie będę posiłkował się literaturą dotyczącą opcji obejmujących akcje w spółkach publicznych, jednakże istotą niniejszej pracy jest omówienie umowy opcji *call* i *put* występujących w odniesieniu do praw udziałowych w spółkach prywatnych, w których możliwe jest znacznie bardziej elastyczne kształtowanie umów między stronami;
- 5) opcje obejmujące inne przedmioty niż prawa udziałowe w spółkach kapitałowych, np. opcje walutowe;
- 6) opcje obejmujące ogół praw i obowiązków wspólników w spółkach osobowych (lub akcje w spółce komandytowo-akcyjnej), jak również opcje dotyczące innych niż zbycie form rozporządzania prawami udziałowymi w spółkach kapitałowych, ze względu na marginalne występowanie takich umów w praktyce obrotu gospodarczego.

W formie aneksu do niniejszej pracy przedstawiono przykładowe modelowe klauzule opcyjne. Zostały one tak opracowane, aby spełniały przyjęty w rozdziale I test umowy opcji. Przygotowano je w oparciu o wszystkie konstrukcje prawne omówione w rozdziale II, które spełniają test umowy opcji. Aby zobrazować w praktyczny sposób możliwe modyfikacje wprowadzane do umów opcji (które zostały wskazane w rozdziale III), niektóre elementy umowy opcji (w tym w szczególności cena) opisano w inny sposób w każdej z modelowych klauzul, tak aby dać czytelnikowi możliwość szerszego poznania klauzul opcyjnych w praktyce ich stosowania. Dla wygody czytelnika w przypisach do aneksu zamieszczono wyjaśnienia poszczególnych postanowień składających się na modelową klauzulę opcyjną.

Monografia powstała na podstawie pracy doktorskiej *Umowa opcji call i put przy sprzedaży praw udziałowych w spółkach kapitałowych*, obronionej w lipcu 2022 r. na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego. Promotorem pracy był prof. dr hab. Andrzej Szumański, któremu serdecznie dziękuję za poświęcony czas i nieocenione wsparcie na każdym etapie procesu uzyskiwania stopnia doktora. Chciałbym także złożyć podziękowania na ręce recenzentów pracy doktorskiej, prof. dr. hab. Aleksandra

²⁶ Por. uwagi w rozdziale I pkt 2.

Chłopeckiego, prof. dr. hab. Wojciecha Popiołka, dr hab. Moniki Tarskiej, prof. INP PAN, jak również autora recenzji wydawniczej, prof. dr. hab. Marka Michalskiego, za wiele cennych uwag merytorycznych, które wpłynęły na ostateczną treść opracowania.

Dziękuję także mojej rodzinie i przyjaciołom, w tym w szczególności mojej żonie Małgosi, za nieustające wsparcie i motywację we wszelkich podejmowanych przeze mnie działaniach.

Rozdział I

ZAGADNIENIA WPROWADZAJĄCE

1. Uwagi ogólne

Przed przystąpieniem do analizy zagadnień stanowiących główną materię monografii konieczne jest w pierwszej kolejności poczynienie uwag o charakterze porządkującym i wprowadzającym. Cel ten spełnia niniejszy rozdział.

W pierwszej części zostanie scharakteryzowana funkcja ekonomiczna umowy opcji. Następnie zostaną przedstawione definicje umowy opcji pojawiające się w piśmiennictwie oraz orzecznictwie. Analiza definicji, jak również obserwacje oparte na analizie występujących w obrocie umów pozwolą na udzielenie wstępnej odpowiedzi na pytanie o możliwość przyjęcia kompleksowej definicji umowy opcji oraz na wyodrębnienie minimalnych cech charakterystycznych wymaganych do przesądzenia, że dana umowa stanowi umowę opcji (tzw. test umowy opcji). Cechy te zostaną w rozdziale II wzięte pod uwagę przy analizie potencjalnych konstrukcji umowy opcji w oparciu o różne instytucje prawne.

Następnie zostaną przedstawione zagadnienia swobody umów na gruncie przepisów Kodeksu cywilnego, które stanowią punkt wyjścia do podjęcia dalszych rozważań, w tym dotyczących m.in. dopuszczalności zawarcia umowy opcji w oparciu o różnorodne instrumenty prawne (rozdział II), określenia granic kształtowania postanowień umów opcji (rozdział III), jak również określenia granic kształtowania postanowień umowy oraz statutu spółki (rozdział IV), które z kolei pozwoli odpowiedzieć na pytanie o do-

puszczalność zamieszczania w umowie oraz statucie spółki postanowień dotyczących opcji.

W dalszej części rozdziału zostanie też pokrótce omówiona zasada przenoszenia udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcji w prostej spółce akcyjnej i spółce akcyjnej. Pozwoli to na pełniejsze zrozumienie skutków wykonania opcji przez uprawnionego z opcji.

W ostatniej części rozdziału zostanie dokonana krótka charakterystyka umów nazwanych oraz umów nienazwanych. Zrozumienie tego podziału umów będzie konieczne do przejścia do rozważań dotyczących kwalifikacji oraz charakteru umowy opcji (rozdział II), jak również określenia granic, w jakich postanowienia umowy opcji mogą być kształtowane (rozdział III).

2. Funkcja ekonomiczna umowy opcji

Pierwszym skojarzeniem z pojęciem opcji najczęściej będzie instrument mający na celu zabezpieczenie wahań cenowych określonych surowców bądź instrument stosowany w celach spekulacji¹. Jako przykład zabezpieczenia wahań cenowych można wskazać sytuację, w której producent (np. zboża), chcąc zagwarantować sobie minimalną cenę sprzedaży swojego towaru (nie wiedząc, jak duża będzie podaż w następnym roku), zawiera kontrakt opcyjny, zapewniający mu możliwość (a nie obowiązek) sprzedaży drugiej stronie swojego towaru po określonej cenie. W zamian za uzyskanie takiego uprawnienia będzie zobowiązany do zapłaty premii opcyjnej. W przypadku gdy producent nie będzie korzystał ze swojego uprawnienia opcyjnego (gdyż np. cena zboża na rynku będzie wyższa niż ta określona w kontrakcie opcyjnym), premia opcyjna nie zostanie mu zwrócona, lecz będzie stanowić wynagrodzenie dla drugiej strony za gotowość dokonania zakupu po określonej cenie. Z kolei w ujęciu spekulacyjnym inwestorzy nabywają opcje, licząc na określone wahania cenowe instrumentu bazowego w przyszłości. Instrument taki może przynieść praktycznie nieograniczone możliwości zysku w przypadku, gdy inwestor prawidłowo przewidział wahania cenowe, jednakże wiąże się z bardzo dużym ryzykiem, gdyż w sytuacji wahań cenowych

¹ <https://mfiles.pl/pl/index.php/Opcja> (dostęp: 3.08.2021 r.).

w przeciwnym kierunku niż przewidziany lub braku jakiegokolwiek wahania cenowego, inwestor utraci wszystkie środki, które zostały przeznaczone na zakup określonych opcji.

Funkcję ekonomiczną opcji w rozumieniu przyjętym w niniejszej pracy należy postrzegać w odmienny sposób. Umowa opcji może spełniać w szczególności następujące cele.

1. Umowa opcji może umożliwiać wspólnikom lub akcjonariuszom zaprzestanie wspólnej współpracy („rozejście się”) na zasadach ustalonych już w umowie opcji. Instrumenty przysługujące wspólnikom i akcjonariuszom na gruncie Kodeksu spółek handlowych mogą bowiem być niewystarczające, natomiast w przypadku, gdy dojdzie już do sporu między wspólnikami lub akcjonariuszami, istnieje ryzyko, że strony nie będą w stanie uzgodnić wspólnego stanowiska co do sposobu „wyjścia” jednego ze wspólników (akcjonariuszy) ze spółki, jak również co do sposobu rozliczenia.

W odniesieniu do możliwości wykluczenia wspólnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcjonariusza prostej spółki akcyjnej ze spółki, Kodeks spółek handlowych przewiduje instytucję wyłączenia wspólnika oraz akcjonariusza (art. 266 oraz 300⁴⁹). Przepisy te wprowadzają jednak ograniczenia dotyczące minimalnej liczby wspólników (akcjonariuszy) występujących z roszczeniem oraz wymóg wskazania ważnych powodów wyłączenia wspólnika (akcjonariusza). Co więcej, cena za przejmowane udziały jest w ramach takiej procedury określana przez sąd. Dodatkowo Kodeks spółek handlowych zawiera instytucję przymusowego wykupu akcji. W przypadku spółek nieuczestniczących w grupie spółek przymusowy wykup jest możliwy wyłącznie w stosunku do akcjonariuszy spółki akcyjnej reprezentujących nie więcej niż 5% kapitału zakładowego przez nie więcej niż pięciu akcjonariuszy, posiadających łącznie nie mniej niż 95% kapitału zakładowego, z których każdy posiada nie mniej niż 5% kapitału zakładowego. W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, prostej spółce akcyjnej oraz spółce akcyjnej, będących spółkami zależnymi uczestniczącymi w grupie spółek, dokonanie przymusowego wykupu jest możliwe w stosunku do wspólników lub akcjonariuszy reprezentujących do 10% kapitału zakładowego (lub do 25% kapitału zakładowego w przypadku, gdy statut lub umowa spółki tak

stanowi)². Wykup musi być dokonany przez spółkę dominującą, reprezentującą co najmniej 90% kapitału zakładowego (lub przynajmniej 75% kapitału zakładowego, gdy statut lub umowa spółki tak stanowi). Możliwe jest także wprowadzenie do umowy lub statutu spółki postanowień dotyczących przymusowego umorzenia. Co jednak istotne, po pierwsze, w takiej sytuacji spółka musi posiadać środki niezbędne do zapłaty za umarżane udziały. Po drugie, w określonych przypadkach wypłata może nie być możliwa ze względu na przepisy dotyczące ochrony kapitału zakładowego. Po trzecie, przepisy określają minimalny poziom wynagrodzenia za umarżane udziały lub akcje. Po czwarte, intencją stron może być zapłata wynagrodzenia wspólnikowi lub akcjonariuszowi przez pozostałych wspólników lub akcjonariuszy, a nie przez spółkę.

Alternatywą dla powyższych instytucji może być więc opcja *call*, w której strony od razu na etapie umowy opcji określą precyzyjnie zarówno sytuację, w których możliwe będzie wykonanie opcji *call*, jak i cenę za nabywane prawa udziałowe.

Co do możliwości „wyjścia” wspólnika lub akcjonariusza ze spółki, wystarczającego rozwiązania może nie stanowić instytucja dobrowolnego umorzenia. Po pierwsze, aby możliwe było zastosowanie tej instytucji, co do zasady konieczne będzie głosowanie za uchwałą umorzeniową przez większą liczbę wspólników lub akcjonariuszy (a w momencie, kiedy w interesie danego wspólnika lub akcjonariusza będzie umorzenie swoich udziałów lub akcji, pozostali wspólnicy lub akcjonariusze mogą nie być zainteresowani takim rozwiązaniem). Po drugie, spółka może nie mieć wystarczających środków na wypłatę wynagrodzenia umorzeniowego. Po trzecie, w określonych przypadkach wypłata wynagrodzenia umorzeniowego może nie być możliwa ze względu na przepisy dotyczące ochrony kapitału zakładowego. Po czwarte, intencją stron może być, aby to pozostający wspólnicy lub akcjonariusze ponieśli koszt „wyjścia” danego wspólnika lub akcjonariusza ze spółki, a w przypadku umorzenia dobrowolnego koszt ten poniesie spółka.

² Por. uwagi dotyczące instytucji przymusowego wykupu w: P. Plesiński, *Procedura przymusowego wykupu udziałów oraz akcji (squeeze out) w przepisach prawa holdingowego*, PPH 2023/5, s. 10 i n.