

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 362

Zmiany prawodawstwa gospodarczego w okresie transformacji ustrojowej w Polsce

Redaktorzy naukow
Tadeusz Kocowski
Katarzyna Marak



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Joanna Szynal
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Justyna Mroczkowska
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja współfinansowana z budżetu województwa dolnośląskiego



Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-450-9

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:
EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.
ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

Spis treści

Wstęp	9
Dorota Ambrożuk: Kształtowanie się europejskiego prawa przewozu osób	11
Jan Byrski, Monika Szaraniec: Zmiany w prawie bankowym i ubezpieczeniowym w zakresie pośrednictwa finansowego w okresie transformacji ustrojowej. Część 1: Prawo bankowe	25
Jan Byrski, Monika Szaraniec: Zmiany w prawie bankowym i ubezpieczeniowym w zakresie pośrednictwa finansowego w okresie transformacji ustrojowej. Część 2: Prawo ubezpieczeniowe	36
Monika Chlipała: Promesa w koncesjonowanej działalności gospodarczej ..	49
Marzena Czarnecka: Sposoby zawierania umów z konsumentami w prawie energetycznym od dnia jego powstania do dnia dzisiejszego.....	60
Daniel Dąbrowski: Potrzeba zmian w krajowym prawie przewozowym	70
Joanna Dominowska: Prowadzenie działalności gospodarczej przez organizacje pozarządowe 1989-2014.....	82
Wojciech Fill: Transformacja podatkowych regulacji prawa holdingowego w Polsce	95
Jan Gola: Regulacje antykorupcyjne publicznego prawa gospodarczego a ubieganie się o pozwolenia administracyjne na wykonywanie działalności gospodarczej	109
Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak: Zakres wolności gospodarczej w polskim hotelarstwie w minionym ćwierćwieczu (1989-2014). Część I: Liberalizm gospodarczy w hotelarstwie lat dziewięćdziesiątych XX wieku.....	121
Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak: Zakres wolności gospodarczej w polskim hotelarstwie w minionym ćwierćwieczu (1989-2014). Część II: Świadczenie usług hotelarskich jako wolna działalność gospodarcza na gruncie ustawy o usługach turystycznych z 1997 roku	131
Krzysztof Horubski: Ochrona interesów pracowników w systemie zamówień publicznych – wybrane zagadnienia	146
Janusz Kaspryszyn: Ważne przyczyny wyłączenia wspólnika ze spółki z ograniczoną odpowiedzialnością	160
Aneta Kaźmierczyk, Kinga Michałowska: Ewolucja prawa własności w okresie transformacji gospodarczych przełomu XX i XXI wieku.....	182
Tadeusz Kocowski: Komerccjalizacja przedsiębiorstw państwowych a właścicielskie uprawnienia nadzorcze administracji publicznej.....	196
Piotr Kukuryk: Ewolucja pojęcia „konsument” w polskim prawie cywilnym.	211

Michał Kuźnik: Zakres kognicji sądu upadłościowego w przedmiocie za- twierdzenia układu w postępowaniu upadłościowym	227
Jacek Lachner: Problematyka zmian umowy w związku z nadzwyczajną zmianą okoliczności.....	240
Jolanta Loranc-Borkowska: Nowa regulacja rękojmi za wady rzeczy sprze- danej – uwagi ogólne	251
Aleksandra Lubicz-Posochowska: Podmioty odpowiedzialne za czyn nie- uczciwej konkurencji – wprowadzanie w błąd oznaczeniem przedsięwzię- stwa	264
Małgorzata Mędrala: Ochrona małych pracodawców a transformacja ustro- jowa w Polsce – wybrane zagadnienia	274
Ambroży Mituś: Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa kra- jowego – zarys problematyki.....	286
Aleksandra Nowak-Gruca: Środki ochrony praw własności przemysłowej w okresie transformacji ustrojowej (zagadnienia materialnoprawne).....	300
Aldona Piotrowska: Zmiany ustawodawstwa gospodarczego regulującego zawód pośrednika w obrocie nieruchomościami.....	315
Katarzyna Poroś: Prokura oddziałowa	330
Agnieszka Sobiech: Podmiotowość podatkowa spółek osobowych na prze- strzeni ostatnich 25 lat	342
Tomasz M. Szczurowski: Opcje na prawa udziałowe w procesach inwestycji w spółki niepubliczne	357
Ryszard Szostak: Rozpoznawanie sporów przedumownych z zakresu zamó- wień publicznych po reaktywowaniu mechanizmów rynkowych.....	370
Andrzej Śmieja: W sprawie funkcji realizowanych przez karę umowną	387
Krzysztof Wesolowski: Konsekwencje sposobu unormowania ochrony pasa- żerów w prawie Unii Europejskiej	399
Magdalena Wilejczyk: Przemiany polskiego prawa firmowego. Wokół (nie)zbywalności firmy	413
Bartosz Ziemblicki: Współpraca Polski z międzynarodowymi organizacjami gospodarczymi w okresie transformacji ustrojowej	424

Summaries

Dorota Ambrożuk: Shaping the European law concerning the carriage of passengers	23
Jan Byrski, Monika Szaraniec: Changes in banking and insurance law in the range of financial intermediation during the period of political transforma- tion. Part 1 – Banking law	35
Jan Byrski, Monika Szaraniec: Changes in banking and insurance law in the range of financial intermediation during the period of political transforma- tion. Part 2 – Insurance law	48

Monika Chlipała: A promise in licensed economic activity.....	59
Marzena Czarnecka: Ways of concluding contracts with customers in energy law from the date of its establishment till nowadays.....	69
Daniel Dąbrowski: The need for change in the domestic transport law	81
Joanna Dominowska: Non-governmental organizations business activity 1989-2014	94
Wojciech Fill: Transformation of tax adjustment of holding law in Poland....	108
Jan Gola: Anti-corruption regulations of the public economic law and applying for administrative permission to conduct business activity	120
Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak: The scope of economic freedom in Polish hospitality in the last twenty five years (1989-2014). Part 1: Economic liberalism in hospitality in the 1990s.....	130
Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak: The scope of economic freedom in Polish hospitality in the last twenty five years (1989-2014). Part 2: Providing hotel services as a free economic activity based on the 1997 tourist services act.....	145
Krzysztof Horubski: Protection of the interests of workers in the public procurement system – selected issues.....	159
Janusz Kaspryszyn: Important causes of the exclusion of a shareholder from limited liability company	181
Aneta Kaźmierczyk, Kinga Michałowska: The evolution of ownership during the economic transformation of the turn of XX th and XXI st century ...	195
Tadeusz Kocowski: Commercialization of state companies vs. ownership supervision rights of public administration.....	210
Piotr Kukuryk: Evolution of the notion of ”consumer” in the Polish Civil Law	226
Michał Kuźnik: Scope of cognition of the bankruptcy court’s approval of the arrangement in bankruptcy proceedings.....	239
Jacek Lachner: Problem of contract changes in connection with the exceptional change of circumstances	250
Jolanta Loranc-Borkowska: New regulation of the warranty for defects of a sold thing – general comments	263
Aleksandra Lubicz-Posochowska: Entities responsible for an act of unfair competition – misleading indication of the company.....	273
Małgorzata Mędrala: Protection of small employers vs. political transformation in Poland – selected problems	285
Ambroży Mituś: Securitization and regulations pertaining to it in the national legal provisions – outline of the issue.....	299
Aleksandra Nowak-Gruca: Protection measures of industrial property rights in the times of political transformation (substantive issues)	314
Aldona Piotrowska: Changes in the legislation governing the profession of the real estate agent.....	329

Katarzyna Poroś: Branch commercial proxy	341
Agnieszka Sobiech: Tax subjectivity of partnerships in the last 25 years.....	356
Tomasz M. Szczurowski: Options on share-related rights in the processes of private equity investments	369
Ryszard Szostak: Recognizing pre-contractual disputes in public procurement after the reactivation of market mechanisms	386
Andrzej Śmieja: Functions of stipulated penalty	398
Krzysztof Wesółowski: The consequences of the method of protection of passengers in the European Union law	412
Magdalena Wilejczyk: Transformations of the Polish corporate law. Around the (non)transferability of the entrepreneur's name	423
Bartosz Ziemblicki: Cooperation of Poland with international economic organizations during the period of political transformation.....	432

Tomasz M. Szczurowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OPCJE NA PRAWA UDZIAŁOWE W PROCESACH INWESTYCJI W SPÓŁKI NIEPUBLICZNE

Streszczenie: Artykuł dotyczy wykorzystania instrumentów opcji (call, put, drag along, tag along) przy ustalaniu warunków inwestycji niepublicznej w spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub akcyjne. Zostały w nim opisane instytucje prawne możliwe do wykorzystania do skonstruowania opcji (oferta, umowa przedwstępna), jak również prawne narzędzie możliwe do wykorzystania w celu zabezpieczenia możliwości skutecznego wykonania opcji.

Słowa kluczowe: umowa inwestycyjna, opcje, call, put, drag along, tag along.

DOI: 10.15611/pn.2014.362.27

1. Kohabitacja w spółce dotychczasowych współników i inwestora

25 lat przemian ustrojowych i gospodarczych w Polsce pociągnęło za sobą także istotne przemiany instytucji prawnych wykorzystywanych przez przedsiębiorców. Niektóre z nowych konstrukcji nie były tworzone od podstaw, ale bazowały na istniejących już narzędziach, jednak wykorzystywanych do nowych celów, co rozszerzało dotychczasowe postrzeganie ich funkcjonalności. Trend ten zauważalny jest między innymi w obszarze pozyskiwania finansowania udziałowego przez spółki na rynku niepublicznym.

Finansowanie, którego inwestor udziela funkcjonującej spółce w zamian za prawa udziałowe, ma najczęściej wyraźnie zarysowane parametry trwałości i łączone jest z uzgodnieniem przez strony ścieżki lub ścieżek wyjścia ze wspólnego przedsięwzięcia dla jednej lub obu z nich. Wyjście z inwestycji może realizować się przez upublicznienie akcji spółki i wprowadzenie ich do zorganizowanego obrotu, z umożliwieniem swobodnego obracania nimi według reguł podaży i popytu na danym rynku instrumentów finansowych. W innym wypadku potrzebne jest szczegółowe uregulowanie zasad, na jakich wyjście z inwestycji będzie realizowane. Dokonuje się tego w tzw. umowie inwestycyjnej, zawieranej pomiędzy dotychczasowymi współnikami a inwestorem, która to umowa (obok umowy spółki) reguluje zasady realizacji finansowania udziałowego, warunki kohabitacji stron w spółce oraz

ich prawa i obowiązki związane planowanym procesem zakończenia współpracy. Ustalenie zasad wyjścia z inwestycji z jednej strony powinno zapewnić określoną trwałość zaangażowania stron w inwestycje, gwarantującą możliwość zrealizowania założonych celów współpracy, a z drugiej – faktyczną pewność, że do wyjścia z inwestycji będzie mogło rzeczywiście dojść na uzgodnionych warunkach, niezależnie od aktualnej woli drugiej strony.

2. Opcje – instrumenty wyjścia z inwestycji

Instrumentami prawnymi wykorzystywanymi do organizowania procesów wyjścia z inwestycji realizowanej przez dostarczenie spółce finansowania udziałowego są w szczególności tzw. opcje. Opcja w omawianym obszarze to uprawnienie do zdecydowania o tym, że uprawniony z opcji lub zobowiązany z opcji dokonają wyjścia z inwestycji na określonych warunkach, w określonym terminie. Opcja może zatem nie tylko umożliwić uprawnionemu z opcji wyjście z inwestycji. Może także służyć do przymuszenia współnika zobowiązanego z opcji do takiego wyjścia¹. Do najczęściej stosowanych rodzajów opcji należą: opcja call, opcja put, opcja drag along oraz opcja tag along².

Opcja call umożliwia uprawnionemu przymuszenie zobowiązanego współnika do odsprzedania uprawnionemu całości lub części posiadanych przez zobowiązanego praw udziałowych w spółce. Opcja put jest jej lustrzanym odbiciem, umożliwiając żądanie odkupienia przez zobowiązanego praw udziałowych uprawnionego. Opcje put lub call w rozmaitych konfiguracjach można spotkać niemalże w każdej umowie inwestycyjnej zawieranej w praktyce. Oprócz warunków wykonania opcji, kluczowe znaczenie ma także termin, w którym uprawniony może skorzystać z uprawnienia. Przeniesienie praw udziałowych na skutek wykonania opcji jest wszakże realizowane odpłatnie, a wysokość świadczenia otrzymywanego przez zbywcę ustalana jest według założonych parametrów, odwołujących się zazwyczaj do okoliczności występujących w momencie zbycia lub w konkretnym okresie poprzedzającym zbycie. A te są zmienne w czasie. Parametrem typowo uwzględnianym w takich wypadkach jest wycena spółki (rozumiana jednakże wielorako, ponieważ metod wyceny możliwych do zastosowania jest wiele). Przy konstruowaniu opcji call czy put kluczowe znaczenie będzie mieć w szczególności takie opisanie terminów wykonania opcji, aby strona, której wyjście z inwestycji przewidziano, nie mogła zostać zobowiązana do wyjścia przed terminem spodziewanego ujawnienia się pozytywnych skutków inwestycji w wycenie spółki, a jednocześnie aby sama była uprawniona do żądania

¹ Więcej na temat charakterystyki opcji zob. m.in. A. Fierla, *Opcje na akcje*, Difin, Warszawa 2004, s. 9 i n.

² Por. J. Grykiel, M. Szewczyk, *Instrumenty ograniczające zbywanie praw udziałowych w praktyce transakcyjnej*, publikacja internetowa: <http://www.portaltransakcyjny.pl/publikacje-i-opracowania/art,132,instrumenty-ograniczajace-zbywanie-praw-udzialowych-w-praktyce-transakcyjnej.html>.

odkupienia swoich udziałów w czasie, w którym przewidywana wycena spółki będzie odpowiednio wysoka.

Opcja drag along odzwierciedla z kolei fakt, że wyjście z inwestycji może mieć miejsce także poprzez pozyskanie kolejnego inwestora z zewnątrz struktury spółki. Wartość transakcji z takim podmiotem jest jednak bezpośrednio zależna od zakresu wpływu na spółkę możliwego do pozyskania w jej efekcie oraz od poziomu zysków możliwych do osiągnięcia w związku z zaangażowaniem się w nią przez inwestora. Stąd różnica wartości np. pakietu 50% udziałów w spółce z o.o. i pakietu 50% plus jeden udział może być niebagatelna. Oczekiwaniem inwestora może być również przejęcie spółki w całości, eliminujące konieczność porozumiewania się z jakimikolwiek partnerami co do sposobu dalszego funkcjonowania spółki. Na mocy opcji drag along uprawniony może przymusić zobowiązanego do tego, aby ten odsprzedał przysługujące mu prawa udziałowe na rzecz osoby trzeciej, której uprawniony z opcji sam zbywa przysługujące mu prawa udziałowe. Uprawniony może zapewnić sobie w ten sposób wyższą wartość zbywanego przez siebie pakietu udziałów czy wręcz w ogóle możliwość zainteresowania inwestora transakcją.

Opcja tag along jest związana natomiast z dążeniem do zapewnienia uprawnionemu możliwości uczestnictwa w spółce z odpowiednim partnerem albo wyjścia z niej. Uprawniony z opcji tag along ma bowiem możliwość przyłączenia się do sprzedaży praw udziałowych dokonywanej przez zobowiązanego z opcji na rzecz osoby trzeciej. Uzyskuje w ten sposób możliwość wyboru, czy będzie chciał kontynuować współpracę w spółce z nowym współnikiem, czy też woli zakończyć swój udział w spółce. Zobowiązany z opcji tag along musi więc poszukiwać inwestora zainteresowanego zarówno ewentualnym współdziałaniem z uprawnionym, jak i odkupieniem od niego udziałów na warunkach określonych w ramach ustanowionej opcji tag along, względnie zawierać umowę warunkową, której skuteczność będzie uzależniona od wykonania lub niewykonania przez uprawnionego opcji tag along.

3. Możliwe konstrukcje prawne opcji put oraz call

W większości wypadków opcje put i call mogą być (i w praktyce są) konstruowane jako uprawnienia wynikające z oferty lub z umowy przedwstępnej. Posłużenie się konstrukcją umowy przedwstępnej sprzedaży praw udziałowych nie wymaga dla swojej skuteczności zachowania jakiegokolwiek formy szczególnej. Aczkolwiek należy pamiętać o tym, że w wypadku gdyby przedmiotem obrotu miały być udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, dla zapewnienia umowie przedwstępnej silniejszego skutku – możliwości przymusowego dochodzenia od zobowiązanego zawarcia przyrzeczonej umowy niezbędne byłoby zachowanie formy z podpisem notarialnie poświadczonym (art. 180 Kodeksu spółek handlowych w zw. z art. 390 § 2 Kodeksu cywilnego). W innym wypadku odpowiedzialność zobowiązanego ograniczałaby się do obowiązku naprawienia szkody wynikającej z niewykonania

zobowiązania, a i to wyłącznie w granicach ujemnego interesu umownego³. Mając na uwadze ustawowe ograniczenie zakresu odpowiedzialności odszkodowawczej zobowiązanego z umowy przedwstępnej, uprawniony powinien dążyć w toku negocjacji do jej umownego rozszerzenia tak, aby jego ewentualne roszczenia odszkodowawcze nie były ograniczone wyłącznie do tego uszczerbku, którego doznał bezpośrednio w związku z zawarciem umowy przedwstępnej. Ma to znaczenie także w wypadku umów przedwstępnych o skutku silniejszym, ponieważ wykorzystanie konstrukcji umowy przedwstępnej wymaga w każdym wypadku oczekiwania na złożenie przez zobowiązanego oświadczenia woli niezbędnego do zawarcia umowy przyrzeczonej, a sama możliwość skutecznej egzekucji tego oświadczenia w trybie art. 64 k.c. nie chroni wszak uprawnionego przed szkodą wynikłą z ewentualnej zwłoki w jego złożeniu.

Konieczność oczekiwania na złożenie oświadczenia woli przez zobowiązanego z umowy przedwstępnej uważam za podstawową wadę tej instytucji, jako podstawy konstruowania opcji put czy call. Jej zastosowanie powinno być również połączone z precyzyjnym opisem umownym procedury żądania złożenia oświadczenia woli przez zobowiązanego oraz składania oświadczenia w odpowiedzi na żądanie tak, aby zminimalizować ryzyko zarzutu, że żądanie było nieskuteczne z uwagi np. na nieodpowiedni termin wyznaczony przez uprawnionego do złożenia oświadczenia czy problem z samym jego doręczeniem.

Zastosowanie konstrukcji oferty adresowanej do uprawnionego z opcji put czy call pozostawia kwestię zawarcia umowy wyłącznie w rękach uprawnionego, który może doprowadzić do zawarcia umowy przenoszącej prawa udziałowe zgodnie z treścią opcji mocą własnego jednostronnego oświadczenia woli. Jest to podstawowa zaleta tego rozwiązania. Przy jego zastosowaniu wystarczy zadbać o prawidłowe doręczenie zobowiązanemu oświadczenia o przyjęciu oferty, aby doprowadzić do skutecznego wykonania opcji. Oczywiście, aby instrument ofertowy mógł zapewnić uprawnionemu z opcji taką sytuację prawną, konieczne jest zadbanie o odpowiedni termin związania oferenta złożoną ofertą. Nie wystarczy tu, rzecz jasna, postanowienie o nieodwołalności oferty, ponieważ to nie odwołanie oferty (art. 66² k.c.) jest podstawowym zagrożeniem dla oblata, ale wygaśnięcie jej skuteczności z mocy prawa z uwagi na upływ terminu wskazanego wyraźnie w ofercie lub wynikającego z postanowień art. 66 § 2 k.c. Ustalony w uzgodnieniu opcyjnym termin może być przy tym dowolnie długi⁴. Natomiast umowne lub jednostronne zniesienie takiego terminu końcowego należy uznać za niedopuszczalne⁵. Oferty opcyjne mogą być, i w praktyce bywają, uzależnione także od warunków. Uważam jednak, że z uwagi

³ Zob. w szczególności wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13.06.2013 r. w sprawie I ACa 1548/12, Legalis nr 737218.

⁴ P. Machnikowski, *Komentarz do art. 66 Kodeksu cywilnego*, [w:] *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Legalis, wersja 01.2014.

⁵ Z. Radwański, [w:] *System prawa prywatnego, t. 2. Prawo cywilne – część ogólna*, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 328.

na wskazaną niemożność wykluczenia terminu związania ofertą nie ma możliwości skutecznego złożenia oferty, która byłaby wiążąca zawsze, o ile spełni się określony warunek zawieszający lub nie spełni się określony warunek rozwiązujący. Dopuszczalne byłoby zatem wyłącznie powiązanie w ofercie warunku jej skuteczności z terminem.

Zgodzić należy się również z poglądem, że samo „złożenie oferty nie rodzi żadnych obowiązków oferenta, w szczególności nie rodzi zakazu postępowania, które uniemożliwiłoby wykonanie proponowanej umowy”⁶. Fakt ten uważam za podstawową słabość tej instytucji z punktu widzenia długoterminowych ofert, z jakimi mamy do czynienia w wypadku ustanawiania opcji na mocy umów inwestycyjnych. Dlatego wykorzystanie konstrukcji opcyjnej powinno być – z punktu widzenia ochrony interesów uprawnionego – powiązane z ustanowieniem po stronie oferenta umownego zobowiązania do postępowania w sposób, który co najmniej zapewni oblatowi roszczenie wobec oferenta o to, aby nie doszło do zbycia posiadanych przez niego praw udziałowych objętych opcją na rzecz osoby trzeciej w sposób uniemożliwiający wykonanie umowy opcyjnej. Dopiero istnienie takiego roszczenia umożliwiłoby jego dalsze zabezpieczenie oraz ewentualne powoływanie się na postanowienia art. 59 k.c. w celu ochrony interesów uprawnionego⁷. Jednocześnie w wypadku gdy przedmiotem opcji pozostają akcje, konieczne jest uwzględnienie, że umowne ograniczenie rozporządzania akcją nie może być ustanowione na dłużej niż lat 5, a kontraktowe zastrzeżenie prawa pierwokupu lub pierwszeństwa nie może zostać ustanowione na okres dłuższy niż 10 lat (art. 338 k.s.h.).

4. Możliwe konstrukcje prawne drag along oraz tag along

W wypadku opcji drag along oraz tag along osoba nabywcy praw udziałowych będących przedmiotem opcji nie jest znana w momencie konstruowania opcji, nie może więc stać się ona ani bezpośrednio uprawniona, ani zobowiązana z opcji. Do wykorzystania pozostają zatem, jak się wydaje, konstrukcje świadczenia na rzecz osoby trzeciej oraz świadczenia przez osobę trzecią. A w wypadku opcji drag along ewentualnie – także instrument zbywalnego uprawnienia do przyjęcia oferty⁸.

W wypadku opcji tag along zobowiązany przyjmowałby zatem na siebie obowiązek doprowadzenia do tego, że osoba trzecia nabywająca jego prawa udziałowe w spółce nabędzie także prawa udziałowe przysługujące uprawnionemu, jeśli taka

⁶ P. Machnikowski, wyd. cyt.

⁷ Z uwagi na znaczenie wystąpienia po stronie osoby trzeciej świadomości istnienia roszczenia, które zostałyby ubezskutecznione przez czynność dokonaną pomiędzy zobowiązanym z opcji a osobą trzecią, istotne dla wykorzystania *ius ad rem* wynikającego z art. 59 k.c. mogłoby być ujawnienie istnienia opcji w umowie spółki lub statucie, które to dokumenty typowo podlegają badaniu przez nabywcę praw udziałowych przed transakcją.

⁸ Zob. K. Rapała, *Klauzule opcyjne – czy to zawsze działa?*, „Miesięcznik Kapitałowy” 2012, nr 11, s. 51.

będzie wola uprawnionego. Świadczeniem osoby trzeciej byłoby więc w tym wypadku złożenie oferty nabycia praw udziałowych uprawnionego z opcji. Aby zobowiązanie do doprowadzenia do takiego świadczenia było skuteczne, konieczne jest skonkretyzowanie świadczenia w sposób umożliwiający jego oznaczenie – bez ustalenia w ramach opcji tag along konkretnych warunków, na których miałyby dojść do nabycia udziałów przez osobę trzecią, zobowiązanie wskazane w takiej opcji należałoby uznać za nieskuteczne⁹.

Uważam, że oznaczenie to mogłoby zostać dokonane – zachowując wymóg zobiektywizowania – także poprzez odwołanie się do warunków nabycia przez osobę trzecią praw udziałowych od zobowiązanego z opcji tag along. Aczkolwiek w praktyce takie oznaczenie (bez wskazania dodatkowych, granicznych warunków, jakim powinna odpowiadać oferta osoby trzeciej na nabycie praw udziałowych uprawnionego) rodziłoby ryzyko po stronie uprawnionego, że oferta faktycznie złożona przez osobę trzecią byłaby na tyle niekorzystna, że pozostawiałaby wykonanie przez niego opcji tag along możliwością czysto teoretyczną. Niekoniecznie musi tu nawet chodzić o samą cenę nabycia, ale niekiedy także o warunki jej płatności, zakres odpowiedzialności związanej z transakcją czy uprawnienia do odstąpienia od umowy po stronie nabywcy w określonych okolicznościach, tym bardziej że swoboda korzystania z uprawnień umownych przez osobę trzecią może prowadzić do tego, że faktyczna sytuacja zobowiązanego i uprawnionego z opcji tag along, jako kontrahentów osoby trzeciej, będzie dalece zróżnicowana, pomimo zawarcia umowy na formalnie tożsamy warunkach. Aczkolwiek im więcej oczekiwań zostanie sformułowanych wobec treści takiej oferty osoby trzeciej, tym większą trudność może mieć zobowiązany z opcji ze znalezieniem inwestora chętnego zaakceptować jej warunki.

W wypadku opcji drag along to uprawnionemu zależy na tym, aby osoba trzecia mogła skutecznie nabyć prawa udziałowe w spółce przysługujące zobowiązanemu z opcji w sytuacji, w której uprawniony będzie zbywał swoje udziały na rzecz takiej osoby trzeciej. Ustanawiając opcję drag along, posiadacz udziałów będących przedmiotem opcji zobowiązuje się wobec uprawnionego, że spełni na rzecz osoby trzeciej świadczenie, polegające na zawarciu z nią umowy przeniesienia rzeczonych udziałów na określonych warunkach. Wszystkie poczynione wyżej uwagi dotyczące ustalania warunków opcji tag along można zatem odnieść analogicznie także do omawianej opcji. Tak samo jak poprzednio: dla strony, której udziały miałyby podlegać zbyciu na skutek wykonania opcji, kluczowe znaczenie ma ustalenie co najmniej granicznych warunków, na których zbycie udziałów objętych opcją będzie dla niej akceptowalne, a dla uprawnionego z opcji – skonkretyzowanie warunków umowy, którą zawrzeć ma z osobą trzecią zobowiązany, na tyle, aby możliwe było wystarczające oznaczenie świadczenia zobowiązanego i jego skuteczne egzekwowanie. Charakterystyczna dla konstrukcji świadczenia na rzecz osoby trzeciej jest

⁹ Każde zobowiązanie musi zostać oznaczone w formie, która pozwoli je zindywidualizować, i to w sposób zobiektywizowany – zob. Z. Radwański, *Teoria umów*, Warszawa 1977, s. 74-76.

przy tym możliwość powstania po stronie osoby trzeciej roszczenia o przeniesienie udziałów skutecznego bezpośrednio wobec zobowiązanego z opcji drag along. Stanie się tak w każdym wypadku, gdy osoba trzecia złoży oświadczenie którejkolwiek ze stron opcji, że chce skorzystać z zastrzeżonego dla niej świadczenia (art. 393 k.c.). Zgodzić należy się przy tym, że sposób oznaczenia osoby trzeciej, na rzecz której miałyby dojść do świadczenia, jest przy tym dowolny i może nastąpić także w przyszłości, również na mocy wskazania ze strony wierzyciela (uprawnionego z opcji drag along). Wymaga on jednak ustalenia w umowie ustanawiającej opcję¹⁰.

5. Zabezpieczenie skuteczności opcji – uwarunkowanie zbycia udziałów od spełnienia warunków opcji

Najczęściej stosowanymi instrumentami zabezpieczenia wykonania zobowiązań wynikających z opcji są ograniczenia zbywalności praw udziałowych w spółce, przysługujących zobowiązanemu tak, aby mógł on dokonać ich skutecznego zbycia wyłącznie wówczas, gdy wypełni zobowiązania opcyjne. Ograniczenia te wprowadzane są przy tym nie tylko do umów inwestycyjnych, ale i do umów/statutów spółek. Aczkolwiek jeśli chodzi o akcje, to jakiegokolwiek statutowe ograniczenia zbywalności nakładane mogą być wyłącznie na akcje imienne (art. 337 § 2 k.s.h). W odniesieniu do akcji na okaziciela pozostają zatem ewentualnie ograniczenia umowne, z uwzględnieniem wspomnianych już wyżej ograniczeń, wynikających z postanowień art. 338 k.s.h.

Pamiętać należy również, że w wypadku spółek kapitałowych zbywalność udziałów czy akcji¹¹ można jedynie ograniczyć, nie zupełnie wykluczyć¹². Ograniczenie zbywalności nie może być przy tym uregulowane w sposób nazbyt ogólnikowy¹³ albo przewidujący warunki nieopłacalne lub *de facto* niemożliwe do przyjęcia z innych względów¹⁴, ponieważ skutkowałoby to w praktyce nieograniczeniem, ale właśnie niedopuszczalnym wyłączeniem zbywalności udziałów.

W pierwszej kolejności do omawianego zabezpieczenia opcji (każdego rodzaju) wykorzystane może być ustanowienie ograniczenia przewidującego możliwość skutecznego zbycia udziału jedynie w terminach i po spełnieniu warunków objętych treścią opcji podlegającej zabezpieczeniu. Ustanowienie tego typu ograniczeń oprócz precyzji unormowania wymagać będzie także zadbania o szczegółowe doku-

¹⁰ Por. P. Machnikowski, *Komentarz do art. 393 Kodeksu cywilnego*, [w:] *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Legalis, wersja 01.2014.

¹¹ Dalej przez „udział” będę rozumiał nie tylko udział wspólnika w spółce z o.o., ale także akcję imienną w spółce akcyjnej, o ile wyraźnie nie zostanie zaznaczone inaczej.

¹² Por. M. Stanik, *Komentarz do art. 182 oraz 337 Kodeksu spółek handlowych*, [w:] *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, red. Z. Jara, Legalis 04.2014.

¹³ Tak Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 1.12.2011 r. w sprawie I CSK 132/11.

¹⁴ Zob. A. Szajkowski, M. Tarska, *Komentarz do art. 182 Kodeksu spółek handlowych*, [w:] *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, red. S. Sołtysiński i in., Legalis 09.2013.

mentowanie procesu wykonywania opcji, także w kontekście ewentualnego dalszego rozporządzenia udziałami. W świetle braku ochrony dobrej wiary nabywcy praw udziałowych spółki i konieczności stosowania *nemo plus iuris* potencjalny nabywca praw udziałowych będzie bowiem musiał – dla potwierdzenia skuteczności własnego nabycia – dążyć do ustalenia prawidłowości ciągu rozporządzeń poprzedzających transakcję, której miałby stać się stroną¹⁵. A w sytuacji niejasności może w ogóle nie być skłonny do nabycia udziałów lub też dyskontować identyfikowane ryzyko w cenie.

Zignorowanie konieczności spełnienia warunków zezwalających na zbycie, ustanowionych w umowie spółki lub statucie, spowoduje w każdym wypadku nieskuteczność rozporządzenia udziałami przez zobowiązanego z opcji, a dokładnie – dotknięcie dokonanej przez niego czynności prawnej sankcją bezskuteczności zawieszanej¹⁶. Słusznie zauważa się przy tym, że ograniczenia zbywalności udziału odnoszą się do skutku rozporządzającego czynności prawnych mających na celu przeniesienie udziału. Nieskuteczność rozporządzenia udziałem z uwagi na niespełnienie wymogów przewidzianych w umowie spółki czy statucie nie narusza zaś skuteczności samego zobowiązania do rozporządzania przedmiotowym udziałem¹⁷. Czyni to zawarcie umowy o przeniesienie udziałów z pogwałceniem ograniczeń korporacyjnych dotyczących rozporządzania udziałami tym bardziej ryzykowne dla zbywcy, z uwagi na ewentualną odpowiedzialność odszkodowawczą wobec drugiej strony nieskutecznej transakcji w wypadku, gdyby nie doszło ostatecznie do przeniesienia na nią umówionych udziałów.

6. Zabezpieczenie skuteczności opcji – uwarunkowanie zbycia udziałów od zgody spółki

Każdy z omawianych rodzajów opcji, z wyłączeniem opcji drag along, może być zabezpieczony również poprzez uzależnienie możliwości zbycia udziału od zgody spółki, udzielanej w odpowiedni sposób i przez odpowiedni organ tak, aby umożliwić uprawnionemu z opcji skuteczne zablokowanie udzielenia zgody w sytuacji, w której zobowiązany z opcji nie wykonał ciężących na nim obowiązków opcyjnych. Do zabezpieczenia interesów zobowiązanego z opcji konstrukcja ta wymagałaby jednak połączenia z umownym zobowiązaniem uprawnionego z opcji do głosowania za uchwałą o wyrażeniu zgody, gdy zobowiązany wypełni swoje obowiązki opcyjne.

¹⁵ Zob. J. Grykiel, M. Szewczyk, wyd. cyt.

¹⁶ Zob. A. Szajkowski, M. Tarska, wyd. cyt.

¹⁷ Tak E. Płonka w głosie do wyroku SN z dnia 7.09.1993 r. w sprawie II CRN 60/93 (OSP 1994, nr 7, poz. 143, s. 372) czy R.L. Kwaśnicki, *Zakres autonomii woli w kształtowaniu ograniczeń zbywalności praw udziałowych spółek kapitałowych*, „Prawo Spółek” 2003, nr 3, s. 21.

Zauważyć należy jednak, że posłużenie się ograniczeniem w postaci konieczności uzyskania zgody spółki w ramach spółki z o.o. powodowałoby z jednej strony, że bezpodstawny brak wymaganej zgody skutkowałby koniecznością prowadzenia długotrwałego procesu w celu doprowadzenia do uzyskania zgody na drodze sądowej, a i to wyłącznie w wypadku wystąpienia ważnych powodów (art. 182 § 3 k.s.h.). A z drugiej – ograniczenia opcyjne nie mogłyby powstrzymać wspólnika chcącego zbyć udział od dokonania rozporządzenia w sytuacji, w której występowałyby owe ważne powody, uzasadniające ubieganie się o zezwolenie na zbycie udziału przez sąd. Co prawda w wypadku, w którym prawo do udzielenia zgody na zbycie udziału w spółce z o.o. zostało uzależnione w statucie czy umowie spółki od zgody wyrażanej nie przez zarząd spółki, ale inny jej organ, sporna jest w ogóle sama możliwość odwołania się do decyzji sądu, który mógłby zezwolić na zbycie udziałów z ważnych powodów¹⁸. Wydaje się jednak, że należy się przychylić do stanowiska, zgodnie z którym regulację art. 182 k.s.h., odnoszącego się do sytuacji wyrażania zgody na zbycie udziałów przez zarząd, można by stosować analogicznie także do wypadków, w których zgoda na zbycie udziałów była zastrzeżona do kompetencji innego organu spółki¹⁹. Oczywiście można być definiować „ważne powody” w samej umowie spółki w sposób odwołujący się do wykonania obowiązków opcyjnych albo obligować spółkę w umowie spółki do udzielenia zgody w sytuacji ich wykonania. Tyle tylko, że wówczas *de facto* mielibyśmy do czynienia z zabezpieczeniem opcji poprzez – omawiane już wyżej – uzależnienie dopuszczalności zbycia praw udziałowych od spełnienia warunków opcyjnych, połączone dodatkowo z koniecznością uzyskania formalnego potwierdzenia ich spełnienia przez akt zgody spółki. Wspomniane zdublowanie niekoniecznie musi być pozbawione sensu. Wszakże z punktu widzenia osoby trzeciej, która miałaby nabyć udziały w spółce, kluczowe znaczenie ma pewność, że dokonując transakcji, nabędzie je skutecznie. Dużo łatwiej nabędzie takie przekonanie, otrzymując klarowną decyzję spółki o wyrażeniu zgody na zbycie udziałów, niż musząc ustalać na własną rękę, czy okoliczności warunkujące skuteczność rozporządzenia udziałami na pewno zostały spełnione²⁰.

Gdyby przedmiotem rozporządzenia uzależnionego od zgody spółki miały być jednak akcje imienne, a nie udziały w spółce z o.o., to skuteczność zabezpieczenia w każdym wypadku wymagałaby dodatkowego uwarunkowania możliwości udzielenia zgody od spełnienia warunków opcyjnych. Co prawda postanowienia art. 337 k.s.h. nakładają na spółkę odmawiającą zgody stały obowiązek wskazania alterna-

¹⁸ Zob. M. Kasiarz, K. Libiszewski, *Najistotniejsze uchybienia w procesie transakcji*, [w:] *Transakcje fuzji i przejęć*, red. M. Barłowski i in., Lexis Nexis, Warszawa 2011, s. 312 i n.

¹⁹ Tak SN w wyroku z 24.06.2005 r. w sprawie V CK 718/05, niepubl.

²⁰ Aczkolwiek należy pamiętać, że czynność nabycia udziałów od spółki nie jest czynnością dokonaną ze spółką, wobec tego następcze stwierdzenie nieważności uchwały o wyrażeniu zgody na zbycie udziałów nie umożliwi nabywcy działającemu w dobrej wierze skorzystania z ochrony przewidzianej przez art. 254 § 2 k.s.h. oraz 427 § 2 k.s.h. – zob. wyrok SN z dnia 9.02.2007 (II CSK 311/06), Legalis nr 97707.

tywnego nabywcy akcji, i to w terminie nie dłuższym niż 2 miesiące²¹, niemniej uwarunkowanie przez statut obowiązku wyrażenia zgody od wykonania przez akcjonariusza (zobowiązanego z opcji) warunków opcyjnych wydaje się dopuszczalne w ramach decyzji ustawodawcy wyrażonej w art. 337 § 2 k.s.h., że rozporządzenie akcją imienną może nie tylko uzależnić od „czystej” zgody spółki, ale i w inny sposób ograniczyć²². W takim wypadku statut powinien przewidywać, że niespełnienie warunków opcyjnych wyklucza zobowiązanego z opcji od możliwości ubiegania się o zgodę spółki. Alternatywnym rozwiązaniem mogłoby się wydawać uzależnienie możliwości zbycia akcji od zgody uprawnionego z opcji (lub niewykonania przez niego prawa weta), jednakże w literaturze przedmiotu postuluje się analogiczne stosowanie art. 337 k.s.h. także do takich wypadków²³. Moim zdaniem analogia w tym zakresie budzi poważne wątpliwości, a prawo wyrażania zgody (weta) mogłoby zostać skutecznie skonstruowane jako prawo osobiste akcjonariusza uprawnionego z opcji (art. 354 k.s.h.). Oczywiście w każdym wypadku wyłącznie w sposób, który jedynie ograniczałby, a nie wyłączał zupełnie zbywalność akcji, zgodnie z regulacją art. 337 § 2 k.s.h.

7. Zabezpieczenie skuteczności opcji – umorzenie automatyczne udziałów

Zarówno opcje call, jak i drag along mogą zostać zabezpieczone postanowieniami statutu lub umowy spółki dotyczącymi warunkowego (automatycznego) umorzenia udziałów czy akcji, które zostałyby zbyte w sposób uniemożliwiający wykonanie powyższych opcji. Podobne zabezpieczenie mogłoby zostać użyte dla opcji tag along, tyle tylko że w tym wypadku umorzenie musiałoby dotyczyć udziałów nabytych przez osobę trzecią, która – zgodnie z treścią opcji – powinna zostać doprowadzona przez zobowiązanego z opcji do złożenia oferty nabycia udziałów od uprawnionego z opcji. Aczkolwiek w tym wypadku zabezpieczenie to nie tyle gwarantowałoby uprawnionemu realne wykonanie opcji i uzyskanie spodziewanych korzyści, co miałyby czynić transakcje nabycia udziałów od zobowiązanego z opcji nieopłacalną dla osoby trzeciej. Pamiętać przy tym należy, że umorzenie warunkowe, podobnie jak umorzenie przymusowe, musi wiązać się z odpłatnością dla udziałowca lub akcjona-

²¹ Po bezskutecznym upływie którego akcjonariusz uzyskuje swobodę rozporządzania akcją – zob. wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 28.07.2004 r. w sprawie I ACa 1704/03, Legalis nr 69008.

²² Aczkolwiek w literaturze zgłaszane są wątpliwości co do możliwości sformułowania w statucie uzależnienia zbywalności akcji od zgody spółki z jednoczesnym nałożeniem innego jeszcze ograniczenia na rozporządzenie akcją (zob. S. Sołtysiński, M. Matczyński, *Komentarz do art. 337 Kodeksu spółek handlowych*, Legalis 09.2013). Uważam jednak, że w omawianej sytuacji będziemy mieli do czynienia wciąż z jednym ograniczeniem – w postaci konieczności uzyskania zgody spółki – tyle tylko, że możliwość jej udzielenia w omawianym wypadku byłaby uwarunkowana.

²³ Tamże.

riusza, którego prawa udziałowe są umarżane. Wynagrodzenie dla umarżanego nie może być przy tym niższe niż od wartości przypadających na akcję/udział aktywów netto, wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, pomniejszonych o kwotę przeznaczoną do podziału między akcjonariuszy (art. 359 § 2 w zw. z § 6 oraz art. 199 § 2 w zw. z § 4). Wobec powyższego ewentualne konstruowanie warunków umorzenia powinno zostać sformułowane w taki sposób, aby zwiększenie udziału w spółce przez uprawnionego z opcji na skutek umorzenia udziałów wspólnika następowało rzeczywiście w warunkach, w których będzie to korzystne dla niego jako podmiotu kontynuującego w takim wypadku działalność w spółce, a nie dla zobowiązanego z opcji, który naruszył swoje obowiązki opcyjne lub – w wypadku opcji tag along – dla osoby trzeciej.

W wypadku opcji put uprawnionemu nie zależy na nabyciu udziałów, ale na uzyskaniu odpłatności za swoje udziały w spółce. Warunkowe umorzenie udziałów mogłoby być więc w jego wypadku korzystne tylko wówczas, gdyby cena, którą miałby uzyskać z tytułu wykonania opcji put, była zbliżona do wynagrodzenia z tytułu umorzenia. Istnieje taka możliwość, ponieważ Kodeks spółek handlowych przewiduje jedynie minimalną wartość wynagrodzenia należnego umarżanemu w takiej sytuacji. Niemniej w każdym wypadku warunki takiego umorzenia automatycznego musiałyby uwzględniać, że ma ono sens z punktu widzenia uprawnionego z opcji tylko wówczas, gdy po stronie spółki istnieje możliwość faktycznej zapłaty tego wynagrodzenia, a uprawniony z opcji ma kontrolę nad spółką wystarczającą do doprowadzenia do jego zapłaty.

Niewątpliwą wadą umorzenia udziałów, jako instrumentu zabezpieczenia praw z opcji, jest powiązanie go – w większości wypadków – z obniżeniem kapitału zakładowego spółki, co wymaga przeprowadzenia postępowania konwokacyjnego wśród wierzycieli spółki, mogących wykorzystać je do żądania wykonania wobec nich zobowiązań ciążących na spółce lub dania zabezpieczenia (art. 264 k.s.h. oraz 456-457 k.s.h.). Okoliczność tę także należałoby zatem wziąć pod uwagę, konstruując warunki umorzenia.

8. Niespecyficzne sposoby zabezpieczenia opcji

Jeśli chodzi o wypadki konstruowania opcji call lub put jako umowy przedwstępnej²⁴, to zabezpieczeniem jej wykonania mogłoby być także odebranie od zobowiązanego z opcji nieodwołalnego pełnomocnictwa do zawarcia umowy przyrzeczonej. Niemniej pełnomocnictwo to musiałyby albo określać warunki, w których może zostać wykonane (co może rodzić wątpliwości, czy zostały one spełnione w danym konkretnym wypadku, a wobec tego – czy pełnomocnik działał skutecznie, w granicach upoważnienia), albo dawać pełnomocnikowi swobodę umożliwiającą mu sku-

²⁴ Jednak wyłącznie w wypadku, gdy posiada ona skutek silniejszy – tak SN w wyroku z 15.07.1998 r., II CKN 832/97, OSN 1999, nr 3, poz. 50.

teczne rozporządzenie udziałami mocodawcy także wbrew wewnętrznym uzgodnieniom pomiędzy stronami opcji, niewyrażonym w oświadczeniu o udzieleniu pełnomocnictwa. Te same uwagi można byłoby odnieść także do nieodwołalnego pełnomocnictwa jako instrumentu zabezpieczenia obowiązku głosowania za udzieleniem zgody na zbycie udziałów w spółce. Nieodwołalne pełnomocnictwo bierne mogłoby zostać wykorzystane również do zabezpieczenia wykonania opcji call i put konstruowanych na bazie oferty w sytuacji, gdyby należało się liczyć z ryzykiem, że doręczenie zobowiązanemu z opcji oświadczenia o wykonaniu opcji mogłoby napotkać trudności.

Oczywiście dostępny jest również cały wachlarz innych jeszcze instrumentów zabezpieczających, w postaci m.in. kar umownych czy gwarancji lub poręczeń ze strony osób trzecich. Z uwagi na ich niespecyficzność dla relacji pomiędzy współnikami konstruującymi opcje na udziały nie będą one jednak przedmiotem niniejszych rozważań.

9. Zakończenie

Podsumowując, co zostało wyżej powiedziane, należy zauważyć, że konstruując opcje na prawa udziałowe w spółce kapitałowej, należy bardzo dokładnie rozważyć pożądaną sposob wykonywania uprawnień i obowiązków stron opcji w przewidywanej praktyce funkcjonowania spółki w przyszłości. Ich konstrukcja – jak uważam – powinna być połączona z całym wachlarzem obopólnych zabezpieczeń stron opcji, zapewniających z jednej strony możliwość realnego wykonania opcji, a z drugiej także nie doprowadzających do tego, aby jedna ze stron opcji stała się *de facto* zakładnikiem woli drugiej. Przyjmowane zabezpieczenia powinny mieć także na uwadze to, że w sytuacji, w której dochodzi do rozporządzenia udziałami, powinno być klarowne, czy rozporządzenie jest, czy nie jest dopuszczalne. Niepewność w tym zakresie zagrozi bowiem możliwości pozyskania nabywcy na takie udziały lub – co najmniej – uzyskania od niego najwyższej możliwej ceny. Podkreślić należy również, że możliwość dochodzenia swoich praw przez współnika dążącego do zbycia na drodze sądowej może być w praktyce niewystarczająca – czas oczekiwania na decyzję sądową może być tak długi, że uczyni transakcję niemożliwą do zrealizowania z uwagi na niechęć potencjalnego inwestora do oczekiwania na rozstrzygnięcie sporu.

Literatura

Barłowski M., *Transakcje fuzji i przejęć*, LexisNexis, Warszawa 2011.

Fierla A., *Opcje na akcje*, Difin, Warszawa 2004.

Gniewek E., Machnikowski P., *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, Legalis, wersja 01.2014.

- Grykiel J., Szewczyk M., *Instrumenty ograniczające zbywanie praw udziałowych w praktyce transakcyjnej*, publikacja internetowa: <http://www.portaltransakcyjny.pl/publikacje-i-opracowania/art,13-2,instrumenty-ograniczajace-zbywanie-praw-udzialowych-w-praktyce-transakcyjnej.html>.
- Jara Z. (red.), *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Legalis, wersja 04.2014.
- Kasiarz M., Libiszewski K., *Najistotniejsze uchybienia w procesie transakcji*, [w:] *Transakcje fuzji i przejęć*, red. M. Barłowski i in., LexisNexis, Warszawa 2011.
- Kwaśnicki R.L., *Zakres autonomii woli w kształtowaniu ograniczeń zbywalności praw udziałowych spółek kapitałowych*, „Prawo Spółek” 2003, nr 3.
- Machnikowski P., *Komentarz do art. 66 Kodeksu cywilnego*, [w:] *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Legalis, wersja 01.2014.
- Radwański Z., *Teoria umów*, Warszawa 1977.
- Radwański Z. (red.), *System prawa prywatnego, t. 2. Prawo cywilne – część ogólna*, C.H. Beck, Warszawa 2008.
- Rapała K., *Klauzule opcyjne – czy to zawsze działa?*, „Miesięcznik Kapitałowy” 2012, nr 11.
- Sołtysiński S., Matczyński M., *Komentarz do art. 337 Kodeksu spółek handlowych*, [w:] *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, red. S. Sołtysiński i in., Legalis 09.2013.
- Sołtysiński S. i in. (red.), *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Legalis, wersja 09.2013.
- Szajkowski A., Tarska M., *Komentarz do art. 182 Kodeksu spółek handlowych*, [w:] *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, red. S. Sołtysiński i in., Legalis 09.2013.

OPTIONS ON SHARE-RELATED RIGHTS IN THE PROCESSES OF PRIVATE EQUITY INVESTMENTS

Summary: The article concerns the usage of options (call, put, drag along, tag along) while setting conditions of nonpublic investment in a limited liability company and joint stock company. The paper describes legal institutions which can be used to construct an option (an offer, a preliminary agreement) as well as legal instruments which can be used in order to secure a possibility of effective exercise of an option.

Keywords: investment agreement, options, call, put, drag along, tag along.