

ROZDZIAŁ 3

Ochrona praw i interesów akcjonariuszy mniejszościowych w procesie łączenia się spółek akcyjnych w prawie amerykańskim – uwagi prawnoporównawcze

3.1. Uwagi ogólne

Przedmiotem rozważań w ramach niniejszego rozdziału będzie przewidziana w prawie amerykańskim ochrona praw i interesów majątkowych akcjonariuszy mniejszościowych w procesie łączenia się spółek akcyjnych. Niemniej właściwe zrozumienie zaprezentowanych poniżej instrumentów ochrony praw i interesów akcjonariuszy mniejszościowych w procesie łączenia się spółek wymaga odpowiedniego wprowadzenia. Niezbędne jest przedstawienie źródeł prawa amerykańskiego w zakresie spółek akcyjnych, które różnią się zasadniczo w stosunku do europejskich systemów prawnych. Poza tym istotne jest zaprezentowanie nieco odmiennych niż europejskie idei ekonomicznych, społecznych i politycznych, które ukształtowały amerykańskie prawo spółek i zasady nim rządzące. Dopiero wówczas możliwe będzie ustalenie uzasadnienia aksjologicznego ochrony określonych dóbr i interesów w amerykańskim prawie spółek (przedstawienie intencji ustawodawcy amerykańskiego). Pozwoli to na prawidłową interpretację norm prawa amerykańskiego w zakresie ochrony praw i interesów mniejszości kapitałowej w procesie łączenia się spółek akcyjnych oraz ich porównanie do polskiej regulacji prawnej.

3.2. Źródła regulacji prawnej

Źródła prawa w Stanach Zjednoczonych są zróżnicowane i zasadniczo odmienne w porównaniu do źródeł prawa państw europejskich. Państwa europejskie należą do systemu prawa kontynentalnego, charakteryzującego się tym,

że prawo jest stanowione wyłącznie przez organy władzy ustawodawczej i wykonawczej (prawo stanowione – *statute law*). Źródłem prawa jest akt prawny wydany przez upoważniony do tego organ władzy państwowej. Natomiast prawo Stanów Zjednoczonych należy do systemu *common law*, w którym źródłem prawa są orzeczenia sądowe (precedensy – *case law*) oparte o zasady słuszności (*equity*), zwyczaje (*common*), okoliczności konkretnego przypadku i poprzednio wydane w podobnych sprawach orzeczenia. Niemniej nie oznacza to, że nie istnieje prawo stanowione w kontynentalnym tego słowa rozumieniu. Odpowiednie organy władz stanowych i federalnych wydają akty prawne regulujące różne dziedziny życia społecznego podlegające co do zasady prawu zwyczajowemu (*common law*). Kodyfikacja *common law* nie reguluje na ogół nowych przypadków, a tylko porządkuje istniejący materiał normatywny, pochodzący z prawa precedensowego, i dlatego to ostatnie pozostaje środkiem do jego wykładni. Prawo amerykańskie, tak w zakresie metodologii naukowej, jak metody prawniczej, w praktyce odwołuje się do koncepcji tzw. realizmu prawniczego, zgodnie z którą należy odrzucić pozytywistyczny formalizm i zwrócić się do badania prawa w praktyce społecznej. Prawo postrzegane jest jako nieustająco zmieniający się twór będący dziełem sędziów i winno być przede wszystkim instrumentem do osiągnięcia określonych celów społecznych, dlatego kryteriami jego oceny winny być skuteczność i adekwatność. W konsekwencji szybkich zmian układów społecznych prawo również musi być nieustannie zmieniane i dostosowywane dla aktualnych relacji i wartości społecznych⁴¹¹.

Oprócz wskazanego zróżnicowania źródeł prawa w zakresie ich rodzajów amerykańskie prawo, jak już zasygnalizowano, wykazuje także odmienności w ramach ustawodawstwa poszczególnych stanów USA, które posiadają własne autonomiczne systemy prawne i niezależną jurysdykcję sądową.

Mając na uwadze powyższe, w zakresie prawa spółek zasadnicze znaczenie dla analizy zagadnień podejmowanych w ramach niniejszej pracy będzie miało orzecznictwo sądów stanu Delaware, tj. Sądu Najwyższego stanu Delaware (*the Supreme Court of Delaware*) oraz sądu kanclerskiego (*the Delaware Court of Chancery*), jak również prawo stanowione stanu Delaware⁴¹². Przy czym pre-

⁴¹¹ J. Stelmach, B. Brożek, *Metody prawnicze*, Kraków 2006, s. 17.

⁴¹² Założyciele spółki akcyjnej mają na gruncie prawa amerykańskiego możliwość wyboru prawa regulującego stosunek spółki akcyjnej poprzez jej rejestrację w granicach administracyjnych określonego stanu (*the state of incorporation*). Zgodnie z zasadą wyboru prawa (*internal affairs doctrine*), sądy, rozstrzygając sprawy dotyczące danej spółki, będą stosowały dla określenia podstawowych praw i obowiązków spółki oraz jej uczestników (funkcjonariuszy i akcjonariuszy) prawo stanu, w którym została ona zarejestrowana. Jednakże nie stoi to na przeszkodzie w korzystaniu i opieraniu rozstrzygnięć sądowych na orzeczeniach wydanych przez sądy innych stanów – tak zob. Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association*.

zentacja i analiza odpowiednich regulacji prawa stanowiącego stanu Delaware w zakresie spółek opierać się będzie na orzecznictwie sądów stanu Delaware, ponieważ w prawie amerykańskim nie funkcjonują co do zasady komentarze do ustaw w rozumieniu prawa kontynentalnego. Doktryna prawa opisuje i analizuje prawo spółek poprzez przytoczenie stanów faktycznych i prawnych oraz rozstrzygnięć sądów na tle konkretnych stanów faktycznych. Oczywiście publikuje się artykuły naukowe z zakresu prawa podejmujące zagadnienia bardziej abstrakcyjne bądź dotyczące konkretnych instytucji prawnych⁴¹³ czy określonych zasad naczelnych funkcjonujących w danej dziedzinie prawa⁴¹⁴. Niemniej prawo precedensowe (*case law*) jest głównym instrumentem wykładni prawa stanowiącego w prawie amerykańskim.

Wybór prawa stanu Delaware podyktowany jest następującymi względami: prawo spółek stanu Delaware uważane jest za najbardziej rozwinięte i elastyczne, szybko adaptujące się do faktycznych zmian społeczno-gospodarczych w zakresie prowadzenia spółek i reguł w nich obowiązujących, a ponadto jest najmniej restrykcyjne dla przedsiębiorców⁴¹⁵. Prawo spółek stanu Delaware stanowi część

Cases and Materials. Sixth Edition. Wolters Kluwer Law & Business. Aspen Publishers, New York 2010, s. 160–161.

⁴¹³ D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions*, 2012, American Case Book Series, 2005; D.R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, Law & Social Inquiry 1983, s. 875–902; R.J. Gilson & J.N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law Review 2013 (Forthcoming) ECGI – Law Working Paper nr 197; Columbia Law and Economics Working Paper nr 438, 11.03. 2013 (w:) <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391>; J.A. Finkelstein, J.D. Hendershot, *Appraisal rights in mergers and consolidations*, Bureau of National Affairs (Arlington, Va.) 2010; Z. Goshen, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, Southern California Law Review, vol. 70, 741, 1997 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2318646; C.G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 Rev. Fin. Stud. 1377, 1384, 1388 (2009), Ch. R. Korsmo & M. Myers, *The Law and Economics of Merger Litigation: Do the Merits Matter in Shareholder Appraisal?*, artykuł niepublikowany, zaprezentowany na konferencji Harvard/Stanford/ Yale Junior Faculty Forum at Yale University, 2013.

⁴¹⁴ Tytułem przykładu warto podać, że autorzy H. Demsetz i B. Villalonga (w:) *Ownership Structure and Corporate Performance*, Journal of Corporate Finance 2001, vol. 7, s. 209–233, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266101 podejmują zagadnienie związku pomiędzy strukturą własności spółek a jej wynikami finansowymi. Czy też Z. Goshen, analizujący ekonomiczną efektywność funkcjonowania zasady własności lub odpowiedzialności w kontekście podejmowania strategicznych decyzji korporacyjnych wymagających uchwał walnego zgromadzenia, (w:) Z. Goshen, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, Southern California Law Review, vol. 70, 741, 1997 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2318646.

⁴¹⁵ Ch R. T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other...*, s. 160–161; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers...*, s. 31, który podkreśla, iż prawo spółek stanu Delaware daje najwięcej swobody decyzyjnej zarządom spółek. Zarejestrowanie spółki zajmuje dwie godziny. W zakresie zaś

kodeksu stanu Delaware⁴¹⁶ i zawarte jest w jego tytule 8, rozdziale I zatytułowanym *General Corporation Law* (DGCL)⁴¹⁷. Pozostałe ustawodawstwa stanowe w zakresie prawa spółek opierają się w dużej mierze na ustawie modelowej prawa spółek (*the Model Business Corporation Act* – MBCA), opracowanej i systematycznie nowelizowanej przez Amerykańską Izbę Adwokacką (*the American Bar Association, Section of Business Law, Committee on Corporate Law*)⁴¹⁸. Jak podkreśla się w piśmiennictwie, prawo spółek stanu Delaware (DGCL) nie jest oparte na ustawie modelowej (MBCA)⁴¹⁹, a jednocześnie stanowi najważniejszą jurysdykcję dla amerykańskich spółek akcyjnych.

Więcej niż połowa największych amerykańskich spółek jest zarejestrowana w stanie Delaware⁴²⁰. Z tego też powodu orzecznictwo sądów stanu Delaware jest największe, najbardziej rozwinięte i najczęściej cytowane w sprawach spółek akcyjnych. *The Delaware Court of Chancery* jest odpowiednikiem polskiego sądu I instancji, natomiast *the Supreme Court of Delaware* rozpoznaje apelacje od orzeczeń wydanych przez sąd kanclerski. Obydwa sądy wypracowały liczne zasady i rozwiązania prawne w najważniejszych kwestiach dotyczących prawa spółek⁴²¹. Sądy innych jurysdykcji najczęściej powołują się na precedensy stanu Delaware oraz wzorują swoje ustawy stanowe dotyczące prawa spółek na najnowszych rozwiązaniach DGCL. W literaturze podkreśla się, że żaden inny stan nie jest w stanie dorównać

fuzji i połączeń jest najbardziej elastyczne w sensie dostosowania do potrzeb i różnych możliwości transakcyjnych stosowanych przez spółki. Zob. też: Ch. Hartmann, *Gholl v. eMachines: Creating Predictability and Consistency in Appraisal Actions*, *Journal of Corporation Law*, 2006 jesień, vol. 32, z. 1, s. 2.

⁴¹⁶ Pełna treść kodeksu stanu Delaware jest dostępna na oficjalnej stronie internetowej stanu Delaware <http://delcode.delaware.gov/>.

⁴¹⁷ Ujednolicony tekst prawa spółek stanu Delaware w wersji obowiązującej na maj 2013 r. poza stroną internetową stanu Delaware jest dostępny w ramach publikacji – zob. M.A. Eisenberg, *Corporations and other business organizations. Statutes, Rules, Materials and Forms*, 2013 Edition. Foundation Press 2013, s. 545–671.

⁴¹⁸ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other...*, s. 160.

⁴¹⁹ Różnice w chwili obecnej nie są jednak znaczne, ponieważ MBCA szybko kopiuje rozwiązania prawne przyjęte w DGCL. Dodatkowo prawo spółek nieregulowane ustawowo (*common law of corporation*) cechuje istotne ujednoczenie, a to z uwagi na fakt, że sądy rozpatrujące sprawy pod jurysdykcją danego stanu nie są ograniczone w korzystaniu z rozstrzygnięć i rozwiązań problemów prawnych wypracowanych przez orzecznictwo innych stanów – zob. Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other...*, s. 160. W 25 stanach prawo spółek oparte jest na wzorze MBCA, zaś 10 zaadaptowało znaczną część jego postanowień – zob. D.A. Oesterle, *The Law of Mergers...*, s. 31.

⁴²⁰ Prawie 60% spośród 500 największych amerykańskich spółek akcyjnych oraz połowa spółek publicznych notowanych na nowojorskiej giełdzie papierów wartościowych (*the New York Stock Exchange*) jest zarejestrowanych w stanie Delaware, zob. D.A. Oesterle, *The Law of Mergers...*, s. 31.

⁴²¹ *Ibid.*

stanowi Delaware w sprawnej adaptacji prawa spółek do zmieniających się okoliczności oraz wiarygodności, niezawodności i przewidywalności bardzo dobrze rozwiniętego prawa precedensowego⁴²². Nadto wskazuje się⁴²³, iż główna przyczyna, dla której prawo stanu Delaware odgrywa dominującą rolę w rozwoju amerykańskiego prawa spółek, wynika ze zdolności ustawodawcy tego stanu do takiej regulacji prawnej, która zapewnia wystarczający balans pomiędzy interesami spółki a jej akcjonariuszami. Sądy stanu Delaware poprzez dokonywaną wykładnię prawa spółek stanu Delaware wypracowały normy (standardy) postępowania funkcjonariuszy i akcjonariuszy w ramach spółki akcyjnej⁴²⁴, których stałość (niezmiennność) pozwala funkcjonariuszom i akcjonariuszom spółek przewidywać efekty swoich działań w kontekście własnej odpowiedzialności prawnej oraz wpływu tychże działań na prawa innych uczestników stosunku spółki oraz osób trzecich⁴²⁵.

Poza DCGL i MBCA istotne znaczenie w zakresie regulacji prawa spółek mają ustawy federalne, tj. ustawa o spółkach publicznych (*the Securities Exchange Act* z 1934 r.) oraz regulacje o charakterze prawa miękkiego (*soft law*), takie jak: Zasady Ładu Korporacyjnego Amerykańskiego Instytutu Prawa (*American Law Institute's Principles of Corporate Governance*), standardy postępowania funkcjonariuszy spółek publicznych – wewnętrzne regulaminy giełdy (*New York Stock Exchange Listed Company Manual, New York Stock Exchange Rules and Constitution Operation of Member Organizations*)⁴²⁶. Z analizy orzecznictwa stanu Delaware wynika, iż w zdecydowanej większości połączeń uczestniczą spółki publiczne, które mają jeszcze wyżej ustawione standardy postępowania w relacjach wewnętrznych i zewnętrznych (inwestorskich). Amerykańskie spółki publiczne, podobnie jak polskie, mają rozwinięte i szczegółowo uregulowane, w porównaniu do spółek zamkniętych, obowiązki informacyjne. Okoliczność ta

⁴²² Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business...*, s. 162.

⁴²³ Ch. Hartmann, *Gholl v. eMachines: Creating Predictability and Consistency in Appraisal...*, s. 2.

⁴²⁴ Standardy te obejmują: zasadę biznesowej oceny zarządu (*business judgment rule*) – Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858, 872, The Delaware Supreme Court (1985), zasadę całkowitej słuszności (uczciwości, bezstronności) transakcji (*entire fairness*, obejmującą *fair dealing* i *fair price*) – Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A. 2d 1156, 1162, the Delaware Supreme Court, (1995), zasadę zewnętrznego, niezależnego zarządu (*outside independent directors*) – Kahn v. Lynch Comc'n Sys., Inc., 638 A. 2d 1110, 1117, The Delaware Supreme Court, (1994), zasadę obiektywnej opinii (*fairness opinion*) – Smith v. Van Gorkom, czy też zaostrzonej kontroli sądowej (*enhanced judicial scrutiny*) – Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc., 596 A. 2d 173, 182, the Delaware Supreme Court, (1986). Szerzej zasady te w kontekście ochrony praw akcjonariuszy w procesie łączenia się spółek omówiono w ramach pkt 3.2., 3.4. i 3.5. niniejszego rozdziału.

⁴²⁵ Ch. Hartmann, *Gholl v. eMachines...*, s. 2.

⁴²⁶ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business...*, s. 160; M.A. Eisenberg, *Corporations and other business...*, s. 193, 1295–1337.

ma istotne znaczenie w procesie łączenia się spółek, toteż odpowiednie regulacje *the Securities Exchange Act* zostaną zaprezentowane w ramach analizy sytuacji informacyjnej akcjonariuszy mniejszościowych w procesie łączenia się spółek w ramach pkt 3.4.2. niniejszego rozdziału.

3.3. Struktura własności, konflikty interesów oraz podstawowe zasady odpowiedzialności cywilnej w spółkach akcyjnych

U podstaw ukształtowania się współczesnego modelu prowadzenia działalności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, zarówno w formie spółek osobowych, jak i kapitałowych, leżały uwarunkowania polityczne, społeczne i gospodarcze Stanów Zjednoczonych. Prawo amerykańskie, wyrażając panujące postulatory społeczne i polityczne, kładło nacisk na liberalizm jednostki, w tym także w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej. Liberalizm władzy państwowej uważany był za konieczną przesłankę rozwoju gospodarczego Stanów Zjednoczonych. Elementem wolności gospodarczej była swoboda tworzenia spółek, które zapewniały wyłączenie odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki⁴²⁷. Gospodarka amerykańska, mająca źródła m.in. w takiej wartości jak wolność jednostki, opierała się na teorii ekonomicznej wolnego rynku Adama Smitha⁴²⁸. Wolność działalności gospodarczej jednostki, obejmująca prawo własności środków produkcji oraz swobodne prawo zarządzania nimi, uważana była za motor rozwoju gospodarczego. Prawo własności nie tylko pozwala jednostce (przedsiębiorcy) na maksymalne wykorzystanie swoich środków produkcji i talentów w celu maksymalizacji swojego bogactwa i szczęścia, ale także ją do tego zachęca. Wskazany modelowy, rzecz jasna, sposób wykorzystywania własności środków produkcji i wolności rozporządzania nimi przyczyniać się ma do lepszej alokacji tychże środków, co z kolei pozwala na powiększanie bogactwa wszystkich obywateli⁴²⁹.

⁴²⁷ A. Opalski, *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, KPP, rok XIII: 2004, z. 2, s. 437; Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business...*, s. 4–5.

⁴²⁸ *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* (ang.: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*) A. Smitha, wydane w 1776 roku (wyd. polskie 1954). Opracowanie A. Smitha uważa się za pierwszą próbę naukowej analizy zjawisk ekonomicznych. Jest to też pierwszy uporządkowany zbiór argumentów na rzecz wolnego rynku. Poglądy w nim zaprezentowane stworzyły fundamenty liberalizmu gospodarczego i stanowią do dziś ważny punkt odniesienia współczesnych teorii ekonomicznych.

⁴²⁹ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other...*, s. 4–5.

Na początku XIX wieku amerykańska gospodarka była zdominowana przez działalność gospodarczą prowadzoną przez pojedyncze jednostki – *sole proprietorship*. Jej polski odpowiednik to działalność gospodarcza ewidencjonowana, prowadzona w oparciu o ustawę o swobodzie działalności gospodarczej z 2 lipca 2004 r.⁴³⁰ Jednakże, począwszy od końca XIX wieku, amerykańska gospodarka przeszła istotną transformację, efektem której było pojawienie się spółek kapitałowych, a przede wszystkim akcyjnych. Własność przeważającej większości środków produkcji dóbr i usług znalazła się w rękach spółek akcyjnych (*corporations*), które jako struktury organizacyjne posiadały bardzo liczny i rozproszony akcjonariat⁴³¹. Wówczas to pojawiło się fundamentalne dla amerykańskiego prawa spółek dzieło autorów Adolfa Berle i Gardinera Meansa⁴³², opisujące prawne i ekonomiczne aspekty funkcjonowania amerykańskich spółek akcyjnych, zasady nimi rządzące (rozdzielenie funkcji właścicielskich i zarządczych z uwagi na liczny akcjonariat), ich strukturę organizacyjną, zasady nadzoru korporacyjnego, obowiązki i odpowiedzialność zarządu wobec spółki i jej akcjonariuszy, a także prognozy rozwoju spółek akcyjnych w aspekcie ekonomicznym i prawnym. Adolf Berle i Gardiner Means już w roku 1933 r. prognozowali, że „władza korporacji” – spółek akcyjnych – będzie systematycznie wzrastać, tak że ostatecznie w każdym sektorze przemysłowym własność środków produkcji będzie należała do stosunkowo niewielkiej liczby spółek akcyjnych. Taki model prowadzenia działalności gospodarczej zdominować miał amerykańską gospodarkę, z tym że, w przeciwieństwie do działalności gospodarczej typu *sole proprietorship* czy małych spółek rodzinnych (spółki osobowe i spółki z o.o.), nowoczesne spółki akcyjne miały charakteryzować się całkowitym rozdzieleniem własności i zarządzania spółką. Jednocześnie zaś, wedle założeń Adolfa Berle’a i Gardinera Meansa, kapitał akcyjny spółki ma być w rękach ogromnej liczby małych, pasywnych i geograficznie rozproszonych akcjonariuszy, którzy nie będą mieli ani środków, ani woli prowadzenia spraw spółki i kontrolowania zarządu (menedżerów). Zarządy uzyskają zatem prawie nieograniczoną swobodę prowadzenia spraw spółki, która będzie dodatkowa uzasadniona względami efektywności ekonomicznej. Prognozy przywołanych autorów sprawdziły się, co też znalazło wyraz w amerykańskim prawie spółek, które wykształciło istotnie

⁴³⁰ Dz.U. 2013, poz. 672.

⁴³¹ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 4.

⁴³² A.A. Berle, Jr., G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan 1933 (w:) *ibid.*

odmienne w stosunku do europejskich obowiązki i zasady odpowiedzialności zarządu wobec spółki i jej akcjonariuszy⁴³³.

Członkowie zarządu amerykańskich spółek akcyjnych (*the board of directors*) oraz działający z ich upoważnienia funkcjonariusze (*officers* i CEO – *Chief Executive Officer* pełniący *de facto* najważniejszą funkcję w spółce) ponoszą wobec spółki oraz jej akcjonariuszy odpowiedzialność cywilną opartą przede wszystkim na pozaprawnych normach etycznych (standardach) postępowania, określanych jako *fiduciary duties*⁴³⁴. *Fiduciary duty* oznacza obowiązek lojalności członków zarządu i funkcjonariuszy wobec spółki i jej wszystkich akcjonariuszy. Obejmuje on przede wszystkim obowiązek powstrzymania się od przeprowadzania transakcji i podejmowania decyzji w ramach sprawowanej funkcji, w których występuje konflikt interesów pomiędzy członkiem zarządu (jej funkcjonariuszem) a spółką, członkiem zarządu a jej akcjonariuszami oraz pomiędzy grupami akcio-

⁴³³ Duże rozproszenie akcjonariatu spółek amerykańskich i związany z tym brak możliwości efektywnego prowadzenia spraw spółki przy jednoczesnej silnej władzy zarządów spółek były przyczyną wykształcenia się w prawie amerykańskim norm chroniących akcjonariuszy przed nadużyciami funkcjonariuszy. Nadużycia akcjonariuszy mogą przybierać zwykle formę wyprowadzania majątku spółki do majątków osobistych lub podejmowania decyzji biznesowych motywowanych własnym interesem, a nie interesem spółki i jej akcjonariuszy. Dochodzić może w takiej sytuacji (słabych akcjonariuszy i silnych funkcjonariuszy) do konfliktu interesów pomiędzy nimi, który określa się w prawie amerykańskim jako problem agencji. W związku z czym najistotniejsze znaczenie ma unormowanie i skuteczne egzekwowanie obowiązku lojalności funkcjonariuszy względem akcjonariuszy spółki. Samo określenie owego konfliktu jako problemu agencyjnego zostało wprowadzone do nauk prawnych pod wpływem nauk ekonomicznych. Ekonomiści amerykańscy traktowali akcjonariuszy jako dających zlecenie mandatów (*principal*), zaś menedżerów spółek (funkcjonariuszy) jako ich agentów. Akcjonariusze i funkcjonariusze negocjują umowę w taki sposób, aby zapewnić akcjonariuszom zyskowny zwrot zainwestowanego kapitału przy minimalnym zaangażowaniu w prowadzeniu spraw spółki, przy jednoczesnym ograniczeniu możliwości agenta do nadużycia powierzonej mu władzy (pośrednia kontrola, kary umowne, a także zachęcający system wynagrodzenia – udział w zyskach spółki). Wynegocjowany kontrakt z funkcjonariuszem ma na celu ograniczenie kosztów agencyjnych wynikających z nadużycia przez niego swojej władzy, których oczywiście nie sposób wykluczyć całkowicie – tak zob. Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 7.

⁴³⁴ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 265; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials*, Wyd. 10, Foundation Press 2011, s. 622, 708; MBCA (w:) M.A. Eisenberg, *Corporations and other business organizations. Statutes, Rules, Materials and Forms*. 2013 Edition. Foundation Press 2013, s. 617 zamiast określenia „*fiduciary duty*” używa terminu „standardy postępowania” (*standards of conduct*). Przy czym znaczenie obydwu pojęć jest tożsame i rozumie się przez nie wykształcone w orzecznictwie normy (standardy) postępowania członków zarządu i funkcjonariuszy spółki w ich relacji wobec spółki i jej akcjonariuszy. Obowiązek lojalności dotyczy zarówno spółek zamkniętych, jak i otwartych (publicznych), których akcje zostały dopuszczone do publicznego obrotu na giełdzie.

nariuszy – większościowymi i mniejszościowymi. Szerzej zakres obowiązku lojalności członków zarządu i funkcjonariuszy spółek wobec spółki i jej akcjonariuszy został omówiony w pkt 3.5. niniejszego rozdziału w ramach analizy środków ochrony praw i interesów akcjonariuszy w procesie łączenia się spółek.

Przy czym istotne jest podkreślenie, iż w prawie amerykańskim wyraźnie wskazuje się na istnienie obowiązku lojalności akcjonariuszy większościowych względem mniejszościowych. Podobnie jak w przypadku funkcjonariuszy spółki, akcjonariusz większościowy dokonujący transakcji w warunkach potencjalnego konfliktu interesu, tj. czynności między akcjonariuszem większościowym a spółką lub łączenia się spółki matki i córki, kontrolowanych przez tego samego akcjonariusza większościowego (*short form mergers* – odpowiednik uproszczonego łączenia się spółek w prawie polskim) albo przejęcia w znaczeniu ekonomicznym spółki bezpośrednio lub pośrednio kontrolowanej w trybie oferty prywatnej (*tender offer*), a następnie połączenia⁴³⁵ musi wykazać całkowitą słuszność transakcji (*entire fairness test*)⁴³⁶ – stanowiącej normę postępowania lojalne-

⁴³⁵ Możliwe na gruncie prawa amerykańskiego formuły obejścia klasycznego łączenia się spółek poprzez np. przejęcia w znaczeniu ekonomicznym, a następnie połączenie uproszczone sprowadzające się *de facto* to wykupu akcjonariuszy mniejszościowych (*cash out merger*) omówione są w ramach pkt 3.3.4 niniejszego opracowania. Często owe alternatywne transakcje o analogicznym do łączenia się spółek rezultacie ekonomicznym mają na celu ograniczenie środków ochrony prawnej, przysługujących akcjonariuszom mniejszościowym, poza innymi celami natury czysto biznesowej (ekonomicznej – korzyści podatkowe, niższe koszty transakcji, do których zalicza się również koszty wykupu lub prowadzenia sporów sądowych z akcjonariuszami mniejszościowymi).

⁴³⁶ Zob. orzeczenie w sprawie *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, the Delaware Supreme Court 280 A.2d 717 (1971), w którym to orzeczeniu Sąd Najwyższy stanu Delaware wyraźnie podkreślił, że w przypadku łączenia się spółki z jej akcjonariuszem większościowym, ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed nadużyciami akcjonariusza większościowego wymaga od niego wykazania całkowitej słuszności przeprowadzonej transakcji (*entire fairness*). W orzeczeniu *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, The Delaware Supreme Court, 383 A. 2d 278, 281 (1977), Sąd Najwyższy stanu Delaware przyjął z kolei, iż w sytuacji transakcji z akcjonariuszem większościowym, obowiązek informacyjny względem akcjonariusza mniejszościowego musi być rygorystycznie przestrzegany i wyraża się w nim obowiązek lojalności akcjonariusza większościowego względem spółki i mniejszości. Tak rozumiany obowiązek lojalności wymaga od akcjonariusza większościowego całkowitej szczerości (*complete candor*), tj. ujawnienia wszystkich faktów i okoliczności towarzyszących transakcji (nie tylko dokumentów finansowych, wycen, ale również składanych ofert przez innych akcjonariuszy, wewnętrznych analiz itp.). Szeroki zakres obowiązków informacyjnych akcjonariuszy większościowych wobec mniejszościowych potwierdzają także późniejsze orzeczenia Sądu Najwyższego stanu Delaware w sprawach: *Weinberger v. UOP, Inc.*, The Supreme Court of Delaware, 457 A.2d 701 (1983), *Rosenblatt v. Getty Oil*, 493 A. 2d 929 (1985), *Shell Petroleum, Inc., v. Smith*, 606 A.2d 112 (1992), *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A. 2D 1334 (1987), *Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp.*, 498 A. 2d 1099, 1106 & n.7 (1985), *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A. 2d 1110 (1994). W ostatnim przywołanym orzeczeniu Sąd Najwyższy stanu Delaware stwierdził, że akcjonariusz posiada obowiązek lojalności wobec mniejszości

go. Jednym z elementów całkowitej słuszności transakcji jest całkowita szczerłość (*complete candor*) akcjonariusza większościowego, tj. ujawnienie wszelkich informacji dotyczących transakcji. Obowiązek lojalności akcjonariusza większościowego w sytuacji konfliktu interesów dotyczy zarówno spółki, jak i akcjonariusza mniejszościowego, bowiem służy on ochronie interesu spółki i interesów akcjonariuszy mniejszościowych⁴³⁷.

Zaprezentowany powyżej klasyczny obraz zasad funkcjonowania amerykańskich spółek akcyjnych w zakresie podstaw odpowiedzialności cywilnej funkcjonariuszy wobec spółki i akcjonariuszy oraz istniejących w nich typowych konfliktów interesów (funkcjonariusze – spółka, akcjonariusze większościowi *versus* mniejszościowi) nie uległ zasadniczo zmianie⁴³⁸, mimo istotnych zmian w strukturze własnościowej spółek amerykańskich. Obecnie struktura akcjonariatu spółek amerykańskich pod wpływem inwestorów instytucjonalnych zaczyna przypominać struktury własnościowe charakterystyczne dla spółek akcyjnych państw europejskich, tj. z dominującym akcjonariuszem posiadającym pakiet większościowy w spółce⁴³⁹. Nie spowodowało to jednak obniżenia standardów

tylko wówczas, gdy posiada więcej niż 50% akcji spółki lub sprawuje kontrolę nad prowadzeniem spraw spółki (z uzasadnienia wyroku i opisanego w nim stanu faktycznego, wynika, że owa kontrola dotyczy sytuacji bezpośredniego lub pośredniego posiadania pakietu akcji powyżej 50%, która jest równoznaczna z pozycją akcjonariusza większościowego). W tym samym wyroku sąd podkreślił raz jeszcze ugruntowaną już linię orzeczniczą, iż w sytuacji gdy akcjonariusz większościowy (dominujący lub kontrolujący) jest po dwóch stronach transakcji (umowy zakupu akcji – przejęcia w trybie oferty prywatnej, ale także łączenia się spółek), tak jak w sytuacji łączenia się spółki matki z córką spoczywa na nim ciężar wykazania całkowitej słuszności przeprowadzonej transakcji. Obowiązek lojalności akcjonariusza większościowego przejawiający się m.in. obowiązkiem ujawnienia wszelkich informacji w większości omawianych orzeczeń dotyczy łączenia się spółek bądź przejęcia w znaczeniu ekonomicznym (sprzedaży akcji), a następnie łączenia się w trybie uproszczonym. Zagadnienia związane z obowiązkiem lojalności w kontekście ochrony praw i interesów akcjonariuszy mniejszościowym w procesie łączenia się spółek stanowią przedmiot szczegółowego omówienia w ramach pkt 3.4.2. i 3.5.1.1. niniejszego opracowania.

⁴³⁷ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 267.

⁴³⁸ Jakkolwiek istotne jest odnotowanie kluczowych zmian prawnych przejawiających się w regulacji rynku kapitałowego po wielkim kryzysie z 1933 r. (uchwalenie ustawy regulującej rynek obrotu papierami wartościowymi – the Security Exchange Act z 1934 r.), a następnie kryzysie z r. 2001 (afery Enron – fałszowanie wyników finansowych), kiedy to wprowadzono rygorystyczne regulacje prawne dotyczące zasad rachunkowości, badania sprawozdań finansowych spółek oraz publicznego udostępniania danych finansowych spółek. Kolejny kryzys z r. 2008 spowodował podjęcie istotnych debat nad regulacją prawną zasad nadzoru korporacyjnego oraz większą ingerencją regulacyjną państwa w sferze prawa spółek.

⁴³⁹ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases...*, s. 214–215; C. G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22., Rev. Fin.

ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, czy też zmniejszenia obowiązku lojalności zarządu lub akcjonariusza większościowego wobec tej kategorii akcjonariuszy. W strukturze z dominującym akcjonariuszem konieczność zabezpieczenia interesów mniejszości jest dodatkowo motywowana tym, iż brak prawnych instrumentów ochrony mniejszości ogranicza płynność pakietów mniejszościowych – ich zbywalność na rynku. Akcjonariusze mniejszościowi w sytuacji łączenia się spółek, zwłaszcza w wypadku przejęcia pomiędzy spółkami powiązanymi kapitałowo, mają ograniczone możliwości zbycia akcji na rynku. Pakiet mniejszościowy w strukturze z dominującym akcjonariuszem przy braku skutecznych instrumentów ochrony akcjonariuszy mniejszościowych jest obciążony dużym ryzykiem inwestycyjnym⁴⁴⁰, zwłaszcza że w obliczu połączenia przez przejęcie może zostać dodatkowo „rozwodniony”. Nadto podnosi się w literaturze, iż słaba ochrona prawna akcjonariuszy mniejszościowych, zarówno w sensie materialnym (odpowiednie regulacje prawne), jak i egzekucyjnym (efektywność systemu egzekwowania prawa), wpływa negatywnie na rozwój rynku kapitałowego⁴⁴¹,

Stud.” s. 1377, 1384, 1388 (2009), którzy wskazują, że według indeksu S & P, w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji notowanych na giełdzie nowojorskiej oraz NASDAQ, 89% z nich miało akcjonariusza większościowego, natomiast na terenie Stanów Zjednoczonych posiada go średnio 39% spółek publicznych. Podobnie B. Cheffins & S. Bank, *Is Berle and Means Really a Myth?* 83 Bus. Hist. Rev. 443, 467 (2009) (w:) R. J. Gilson & J. N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights...*, s. 864, 865, 866 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391; Z. Goshen & A. Hamdani, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*; Columbia Law and Economics Working Paper No. 444; ECGI – Law Working Paper No. 206, 1.04.2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2228194.

⁴⁴⁰ Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, „California Law Review”, vol. 91, s. 393, 2003, s. 420–421, 424 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2318668, który wskazuje, że w systemach prawnych, które przewidują ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, ale w których istnieją wysokie koszty sądowe transakcji na rynku kapitałowym, wynikające z braku wystarczającej kompetencji sądów w sprawach korporacyjnych, przeciążenia sądów ilością spraw, długiego czasu postępowań sądowych, a także skorumpowania sądów oraz braku bezstronności biegłych, inwestorzy wolą nie ryzykować zakupu pakietów mniejszościowych. Wskazane negatywne cechy związane z systemem sądowniczym skutkują również większą liczbą błędnych decyzji (wyroków), np. unieważniających słuszne ekonomicznie transakcje bądź zatwierdzających niesłuszne ekonomicznie transakcje, co dodatkowo działa zniechęcająco na potencjalnych inwestorów, gdyż naraża ich na niepewność sytuacji prawnej i ekonomicznej w przyszłości. Nadto słabe (prawo materialne) lub nieefektywne (system sądowy) instrumenty ochrony mniejszości powodują podwyższenie kosztów nabycia – inwestorzy będą w takiej sytuacji oferować cenę nabycia poniżej wartości rynkowej akcji, tak aby pokryć ryzyko związane z kosztami sądowymi.

⁴⁴¹ Z. Goshen (w:) Z. Goshen, *The Efficiency off...*, s. 423 podkreśla negatywne skutki braku ochrony mniejszości z punktu widzenia rozwoju efektywnego rynku kapitałowego (zapewniają-

niezależnie od tego, czy mamy do czynienia ze strukturami skoncentrowanymi, czy rozproszonymi⁴⁴².

cego sprawne pozyskiwanie kapitału przez spółki). Spółki, w których mniejszość jest wykorzystywana (wyzyskiwana) przez większość kapitałową, na co przyzwala prawo pozbawione skutecznych instrumentów ochrony mniejszości, są nieatrakcyjne z punktu widzenia potencjalnych inwestorów. Inwestorzy nie będą w takiej sytuacji ryzykować nabywania pakietów mniejszościowych, co w konsekwencji pozbawia spółkę poszukiwanych na rynku kapitałowym funduszy inwestycyjnych dla swojej działalności. Sam rynek kapitałowy pełni w takich warunkach dodatkową funkcję, informując pozostałych jego uczestników o „wyzyskiwaniu” akcjonariuszy w określonych spółkach, co oczywiście negatywnie odbija się na cenie akcji takich spółek. Jednocześnie takie rynki kapitałowe charakteryzują się wysokim poziomem premii za kontrolę, który to poziom jest wyznacznikiem poziomu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych na danym rynku – tak zob. Goshen & A. Hamdani, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 444; ECGI – Law Working Paper No. 206, 1.04.2013, s. 5 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2228194; Podobnie zob. R. La Porta R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, NBER Working Paper No. w5879, 1997, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8179, s. 19, którego autorzy przeanalizowali środki ochrony prawnej inwestorów i wierzycieli w 49 krajach świata, w tym USA, Niemczech, Francji, Włoszech, Hiszpanii i krajach skandynawskich. Z przeprowadzonych przez nich badań wynika, że kraje należące do systemu prawnego common law cechują się najskuteczniejszymi środkami ochrony prawnej inwestorów w rozumieniu prawa materialnego oraz jego egzekucji. Jednocześnie mają one największy wolumen obrotów na rynku kapitałowym i największą liczbę inwestorów na nim obecnym (60% udział inwestorów mniejszościowych na rynku kapitałowym). Natomiast państwa systemów kontynentalnych, zwłaszcza Francja, mają najmniejszy wolumen obrotów i najmniejszą liczbę inwestorów. Z przeprowadzonych przez autorów badań wynika jednoznacznie, że pozytywny rozwój rynków kapitałowych (w sensie ich wielkości i wiarygodności) w poszczególnych państwach jest związany z poziomem i skutecznością ochrony prawnej inwestorów na tym rynku. Podobne wnioski wynikają z badań przeprowadzonych przez A. Shleifer, R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance* L.II.2, 1997, s. 737–783, którzy twierdzą wprost, iż w krajach z silną ochroną akcjonariuszy inwestorzy mogą sobie pozwolić na nabywanie pakietów mniejszościowych, zamiast większościowych. W rezultacie spółki mają bardziej rozproszony akcjonariat, a rynek kapitałowy jest płynny. W sytuacji odwrotnej natomiast, gdy ochrona akcjonariuszy jest słaba, inwestorzy kompensują sobie ów brak ochrony prawnej, nabywając pakiety większościowe, które uniemożliwiają „ich wyzyskanie” tak jak mniejszości. Prowadzi to do skoncentrowanych struktur własności, z akcjonariuszem dominującym w spółce. Podobne wnioski odnośnie do państw Europy Środkowo-Wschodniej wyprowadziła K. Pistor (w:) K. Pistor, *Patterns of legal change: shareholders and creditor rights in transition economies*, *European Business Organization Law Review*, nr 1, s. 59–108, 2000, s. 7–8 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214654, wskazując na dodatkowe trudności wynikającego z ideologii socjalistycznej widocznej w prawie handlowym tych państw.

⁴⁴² Jak już zaznaczono wcześniej, zob. przypis 29 niniejszego rozdziału, obecnie struktura akcjonariatu spółek amerykańskich cechuje się dużą koncentracją kapitału, niemniej nie oznacza to obniżenia standardów ochrony akcjonariuszy w Stanach Zjednoczonych. Zjawisko to bowiem było już badane wcześniej, zob. R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, Harvard Institute of Economic Research, Paper nr 1840, sierpień 1998, (w:) <http://papers.ssrn.com>

Reasumując, zasadnicze konflikty interesów w amerykańskich spółkach akcyjnych pojawiają się w relacjach: funkcjonariusze (zarząd) spółki a spółka lub jej akcjonariusze oraz pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a mniejszościowymi. Przy czym zaznaczyć należy, iż struktury własnościowe z dominującym akcjonariuszem nakładają na takiego akcjonariusza obowiązek lojalności wobec mniejszości kapitałowej, którego prawidłowe wykonywanie podlega kontroli sądów. Wysokie standardy postępowania akcjonariusza większościowego w wypadku strategicznych dla spółki i jej akcjonariuszy decyzji, takich jak: sprzedaż przedsiębiorstwa, pakietu większościowego, czy też łączenie się spółek (*test entire fairness, complete candor*), służą zabezpieczeniu praw i interesów mniejszości kapitałowej. W polskim prawie spółek brak jest odpowiedników tak daleko idących norm postępowania większości kapitałowej wobec mniejszości⁴⁴³. Możliwe są analogie do przesłanki winy korporacyjnej – niedołożenia należytej staranności. Jednakże przesłanka ta, jako podstawa odpowiedzialności cywilnej zarządu wobec spółki lub akcjonariusza, musi być spełniona kumulatywnie z przesłanką bezprawności, co istotnie ogranicza, według mnie, skuteczność tego środka ochrony prawnej mniejszości kapitałowej w ramach łączenia się spółek. Zagadnienia z tym związane oraz odpowiednie analizy porównawcze są rozważane w pkt 3.5. niniejszego rozdziału oraz pkt 5.2. rozdziału V.

3.4. Zasady, sposoby i procedura łączenia się spółek akcyjnych

3.4.1. Uwagi ogólne

Institucja łączenia się spółek akcyjnych w prawie amerykańskim w założeniach konstrukcyjnych, skutkach prawnych oraz przewidzianych ustawowo

com/sol3/papers.cfm?abstract_id=103130 – odpowiedzią doktryny nauk prawnych i ekonomicznych wobec koncentracji kapitału w spółkach był i jest nadal postulat wzmocnienia/zaostrenia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych przez wyzyskiem ze strony większości kapitałowej – zob. R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership...*, s. 34–36; Z. Goshen & A. Hamdani, *Concentrated Ownership...*, s. 30–31, 36–37, 43–44. Z badań przeprowadzonych w r. 2001 przez profesora ekonomii H. Demsetza i profesora B. Villalonga wynika nadto, że nie istnieje związek pomiędzy strukturą własności akcjonariatu a wynikami z działalności gospodarczej spółek – H. Demsetz, B. Villalonga, *Ownership structure and corporate performance*, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, s. 209–233, 2001 (w:) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266101. Oznacza to, że problem „wyzyskiwania” mniejszości nie leży w strukturze własnościowej spółek akcyjnych, tylko w odpowiedniej regulacji prawnej ochrony praw i interesów mniejszości w spółkach akcyjnych.

⁴⁴³ Zob. pkt 1.3.2. rozdziału I niniejszego opracowania – samo istnienie obowiązku lojalności jest niekwestionowane, niemniej nie wynikają z niego szczegółowe normy postępowania, jak np. konieczność dokonania określonych czynności, które pozwalają kwalifikować czynności zarządu lub akcjonariusza do standardu *entire fairness* – zob. pkt 3.5.1.1. niniejszego opracowania.

sposobach jego dokonania wykazuje istotne podobieństwa do polskich regulacji prawnych instytucji łączenia się spółek, określonych w Kodeksie spółek handlowych. Z punktu widzenia nauk ekonomicznych, a także prawnej typologii transakcji mających na celu przejęcie kontroli właścicielskiej nad daną spółką lub jej przedsiębiorstwem (przejęcie w znaczeniu ekonomicznym⁴⁴⁴), łączenie się spółek akcyjnych zalicza się do tzw. transakcji przyjaznych (*friendly transaction*)⁴⁴⁵. Przyczyny łączenia się spółek amerykańskich są takie same jak spółek europejskich, w tym polskich⁴⁴⁶. Łączenie się spółek jest przeważającą formą transakcji przyjaznych w praktyce funkcjonowania amerykańskich spółek akcyjnych, a jednocześnie jego ustawowa regulacja w prawie spółek danego stanu powoduje, iż instytucja łączenia się spółek jest punktem wyjścia do analizy prawno-porównawczej innych konkurujących z nią transakcji przyjaznych (przejęć w znaczeniu ekonomicznym)⁴⁴⁷.

Cecha wyróżniająca instytucję łączenia się spółek spośród innych przyjaznych transakcji to ustawowy wymóg zatwierdzenia łączenia się spółek przez dwa organy – zarząd oraz walne zgromadzenie akcjonariuszy – oraz prawo–roszczenie akcjonariuszy niewyrażających zgody na połączenie do oszacowania słusznej wartości ich akcji (*appraisal rights*) przez sąd w trybie postępowania sądowego. Jak wskazuje się w literaturze, *appraisal rights* stanowią instrument ochronny dla niezgadających się na połączenie akcjonariuszy, którym umożliwia się w takiej sytuacji wykup ich akcji przez spółkę, poprzedzony ustaleniem ich słusznej wartości w trybie postępowania sądowego (*appraisal remedy process*)⁴⁴⁸.

Wprowadzenie wymogu zatwierdzenia połączenia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy oraz przyznanie akcjonariuszom niezgadającym się na połączenie *appraisal rights* są uzasadnione świadomością ustawodawcy, że połączenie samo w sobie stanowi ryzyko dla akcjonariuszy, wynikające przede wszystkim z tego, iż zarząd spółki (jej funkcjonariusze) mogą w sposób rozmyślny lub niełojalny zgodzić się na połączenie z inną spółką na warunkach nieodzwierciedlających realnej wartości akcji, tj. za cenę niesłuszną (*unfair price*). W założeniu ustawowym zatem prawo żądania oszacowania akcji stanowi istotny sprawdzian

⁴⁴⁴ Pojęcie przejęcia w znaczeniu ekonomicznym określono w pkt 2.1.2. rozdziału II.

⁴⁴⁵ Przyjazne i wrogie przejęcia – różnice między nimi omówiono w pkt 2.1.2. rozdziału II.

⁴⁴⁶ Zob. pkt 2.1.3. rozdziału II, poświęcony przyczynom łączenia się spółek.

⁴⁴⁷ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 690; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations...*, s. 1190; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions*. Wyd. 3, 2012, American Case Book Series, 2005, s. 30–128.

⁴⁴⁸ Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 690.

lojalności i rzetelności postępowania zarządów łączących się spółek⁴⁴⁹. *Appraisal rights* stanowią ważny instrument ochrony interesów majątkowych akcjonariuszy, przede wszystkim mniejszościowych, w procesie łączenia się spółek, nieznanym prawu polskiemu. Z tego też względu zagadnienia z nim związane szczegółowo zostały omówione w pkt 3.4.3. i 3.5.1.2. niniejszego rozdziału.

3.4.2. Ustawowa procedura łączenia się spółek

Institucja łączenia się spółek akcyjnych jest uregulowana w DGCL w podrozdziale IX, zatytułowanym *Merger, Consolidation or Conversion* (co należy tłumaczyć jako „łączenie się przez przejęcie, przez zawiązanie nowej spółki lub przekształcenie”), w § od 251 do 263 DGCL w zakresie dotyczącym spółek akcyjnych, natomiast w MBCA w rozdziale XI, zatytułowanym *Mergers and Share Exchanges* (co należy tłumaczyć jako „łączenie się i wymiana akcji”), w § od 11.01 do 11.07 MBCA. Zgodnie ze wskazanymi regulacjami łączenie się spółek polega na przeniesieniu majątku jednej spółki lub kilku spółek na inną (*merger* – odpowiednik połączenia przez przejęcie na podstawie art. 492 §1 pkt 1 k.s.h.) lub na przeniesieniu majątków wszystkich łączących się spółek na nowo zawiązaną spółkę (*consolidation*⁴⁵⁰ – odpowiednik połączenia przez zawiązanie nowej spółki na podstawie art. 492 §1 pkt 1 k.s.h.) w zamian za jej akcje, inne papiery wartościowe lub gotówkę⁴⁵¹. Możliwość wydania innych niż akcje rodzajów papierów wartościowych przez spółkę przejmującą lub nowo zawiązaną jest elementem odróżniającym łączenie się spółek w prawie amerykańskim, gdyż możliwość taka nie istnieje na gruncie Kodeksu spółek handlowych. Z chwilą przejęcia (odpowiednik dnia połączenia w rozumieniu art. 493 § 2 k.s.h.) spółki przejętej przez spółkę przejmującą tracą byt prawny, a wszelkie ich prawa i zobowiązania przechodzą z mocy prawa na spółkę przejmującą, zaś akcje spółek przejmowanych zostają unieważnione⁴⁵².

⁴⁴⁹ Ibid.

⁴⁵⁰ Połączenie się przez zawiązanie nowej spółki, podobnie jak w polskiej regulacji, nie różni się w zakresie procedury jego przeprowadzenia oraz skutków prawnych od połączenia przez przejęcie. Przy czym, jak wskazuje się w literaturze, ta formuła łączenia się spółek jest rzadko wykorzystywana w praktyce – tak zob. M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations...*, s. 1191. Z tego też powodu dla uproszczenia dalszego wywodu będę posługiwać się terminologią właściwą dla połączenia przez przejęcie, pod pojęciem spółki przejmującej rozumiejąc również spółkę nowo zawiązaną, z kolei pod pojęciem spółek przejmowanych – spółki łączące się przez zawiązanie nowej spółki.

⁴⁵¹ § 251 DGCL, § 11.01. MBCA.

⁴⁵² § 259 DGCL; Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 691; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business*

Procedura łączenia się spółek akcyjnych przebiega następująco:

1. **Negocjacje.** Zarządy łączących się spółek negocjują warunki połączenia, które ostatecznie po zakończeniu negocjacji przybierają formę przedwstępnej umowy łączeniowej (*preliminary agreement*), zawartej zwykle w formie listu intencyjnego (*letter of intent*), z tym że czynności te (negocjacje i związane z nimi czynności, takie jak *due diligence* spółek i wyceny, dokonywane we własnym zakresie przez każdą spółkę), podobnie jak na gruncie polskiej regulacji prawnej, nie są regulowane ustawowo w DGCL.
2. **Zatwierdzenie połączenia przez zarząd.** Uzgodnione warunki połączenia (*agreement of merger or consolidation*) muszą zostać zatwierdzone przez zarząd w formie uchwały zawierającej w swojej treści również rekomendację dla akcjonariuszy co do wyrażenia zgody na połączenie⁴⁵³.
3. **Plan połączenia.** Umowa łączeniowa minimalnie i obligatoryjnie zawierać⁴⁵⁴ musi: warunki i termin połączenia, określenie spółki przejmującej i jej danych, zmiany statutu spółki przejmującej, stosunek wymiany akcji, tj. liczba i rodzaj akcji lub innych papierów wartościowych, praw, w tym własności albo gotówki wydawanej w zamian za akcje spółki przejętej⁴⁵⁵, ewentualne dopłaty w gotówce, w sytuacji gdy stosunek wymiany akcji daje wynik ułamkowy, oraz wszelkie inne postanowienia, które spółki uważają za pożądane, przy czym muszą być one zgodne z bezwzględnie obowiązującymi normami DGCL. Szeroki zakres swobody spółek co do ustalenia warunków połączenia (plan połączenia), w tym w szczególności parytetu wymiany akcji, pozwala na wniosek, iż w prawie amerykańskim plan połączenia ma charakter umowy między łączącymi się spółkami. Wymóg jego zatwierdzenia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy oraz zarejestrowania w publicznie dostępnym rejestrze nie zmienia, według mnie, charakteru prawnego planu połączenia w prawie ame-

Organizations..., s. 1190.

⁴⁵³ § 251 (b) DGCL; § 11.02 MBCA; D. A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 36.

⁴⁵⁴ § 251 (b) DGCL; § 11.02 MBCA.

⁴⁵⁵ W pierwotnej regulacji DGCL i większości prawa spółek innych stanów akcjonariusze spółki przejmowanej w zamian za swoje akcje mogli otrzymać wyłącznie akcje spółki przejmującej w odpowiednim stosunku ich wartości – zob. Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 691. Obecnie z treści § 251 (b) 5 DGCL oraz § 11.03 (a) MBCA wynika wyraźnie, że akcjonariuszom spółek przejmowanych w zamian za ich akcje można wydać akcje różnego rodzaju (serii i klasy) lub inne papiery wartościowe, w tym dłużne, jak również prawa (*rights*), mienie, nieruchomości, własność intelektualną (*property*), gotówkę lub kombinację powyższych praw przysługujących spółce przejmującej, ale także każdej innej spółce zarówno krajowej, jak i zagranicznej, lub podmiotowi prawnemu, którego prawo umożliwia taką formułę uczestniczenia w planie połączenia (parytecie wymiany akcji).

rykańskim. Podobnie wyłączenie możliwości zmiany jego treści na niekorzyść akcjonariuszy⁴⁵⁶ nie powoduje utraty przez plan połączenia przymiotu umowy między łączącymi się spółkami.

4. Uchwała akcjonariuszy zatwierdzająca plan połączenia. Kolejnym etapem, jak już zasygnalizowano, jest zatwierdzenie planu połączenia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy łączących się spółek⁴⁵⁷ większością gło-

⁴⁵⁶ § 11.03 (e) MBCA; § 251 (d) DGCL – przepisy te przewidują, że po zatwierdzeniu planu połączenia przez walne zgromadzenie, a przed jego zarejestrowaniem (dzień połączenia) nie jest możliwa jego zmiana w zakresie ustalonego parytetu wymiany akcji (ilości, wartości i rodzaju praw przyznawanych w zamian za akcje spółki przejmowanej), jak również zmiana postanowień statutu spółki przejmującej i jakkolwiek zamiana warunków połączenia, która mogłyby niekorzystnie wpłynąć na prawa lub interesy akcjonariuszy łączących się spółek. Oczywiście zmiana we wskazanym zakresie byłaby możliwa, ale konieczne w takiej sytuacji byłoby ponowne głosowanie akcjonariuszy nad zmienionym planem połączenia.

⁴⁵⁷ Zaznaczyć należy, że w tym zakresie są wyjątki. Po pierwsze, nie ma wymogu podejmowania uchwały walnego zgromadzenia w sytuacji połączenia uproszczonego określanego mianem „short-form merger” lub „cash-out merger”, obejmującego łączenie się spółki dominującej ze spółką zależną, w której spółka dominująca bezpośrednio lub pośrednio posiada 100% akcji lub nie mniej niż 90% akcji spółki zależnej – zob. § 253, 267 DGCL i § 11.05 MBCA. W takich sytuacjach do połączenia się spółek wymagane jest tylko podjęcie stosowanej uchwały zatwierdzającej warunki połączenia przez zarząd spółki dominującej (spółki matki). Nie jest wymagana uchwała walnego zgromadzenia ani spółki dominującej, ani spółki zależnej. W takich również łączeniach akcjonariuszom spółki przejmującej nie przysługują prawa do żądania oszacowania wartości ich akcji (appraisal rights), które przysługują tylko akcjonariuszom spółki przejmowanej (zależnej). Z uwagi na to, że w ramach łączenia się spółek akcjonariuszom w zamian za ich akcje można wydać gotówkę, ten sposób łączenia się spółek jest postrzegany jako metoda eliminacji mniejszości kapitałowej ze spółki – jako formuła „de facto squeeze out” (wykup, stąd określenie „cash out merger”) – zob. M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations...*, s. 1192. Drugi wyjątek określa się mianem „small scale merger” (łączenie się małej skali – § 251 (f) DGCL). W jego przypadku pomija się wymóg podejmowania uchwały przez walne zgromadzenie spółki przejmującej. Dotyczy on sytuacji, gdy powstająca w wyniku połączenia wartość akcji spółki przejmującej lub innych jej papierów wartościowych nie przekracza 20% dotychczasowych jej akcji (przed połączeniem liczba akcji wynosiła 100 000, po połączeniu 120 000) – zob. § 11.04 (g) i 6.21 (f) MBCA.

Zob. § 251 (c) DGCL; § 11.04 MBCA (d) co do szczegółów formalnych dotyczących zasad, terminów zwołania walnego zgromadzenia w celu zatwierdzenia planu połączenia.

Zob. § 141 (b) DGCL.

Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 692 – wydawanych w zamian za akcje spółki przejmowanej nie przekroczy 20% jej kapitału akcyjnego, a nadto plan połączenia nie przewiduje zmian statutu spółki przejmującej po połączeniu oraz akcje wydane w ramach wymiany będą akcjami tego samego rodzaju co w spółce przejmowanej. Połączenia małej skali obejmują sytuacje, w którym bardzo duża spółka akcyjna (o dużej wartości) przejmuje małą spółkę. W tego typu połączeniach akcjonariuszom spółki przejmującej nie przysługują prawa żądania oszacowania wartości akcji (appraisal rights). W MBCA small scale merger określone są jako połączenia z minimalną zmianą (de minimis effect) w zakresie

sów wszystkich akcji uprawnionych do głosowania⁴⁵⁸. Amerykańskie prawo spółek ogranicza wymóg uzyskania zgody akcjonariuszy na dokonywanie określonych czynności tylko do najważniejszych, strategicznych dla spółki spraw, takich jak: zmiana statutu spółki i regulacji wewnętrznych spółki, łączenie się, sprzedaż, rozwiązanie spółki, wydzierżawienie lub zamiana całego przedsiębiorstwa spółki albo zorganizowanej istotnej jego części⁴⁵⁹. Wynika to z odmiennych w prawie amerykańskim założeń konstrukcyjnych spółki akcyjnej, w której własność oddzielona jest od władzy – zarządzania spółką, co jest równoznaczne ze zdecydowanie mniejszą wiedzą akcjonariusza na temat spółki i prowadzonych przez nią spraw. Wiedzę tą posiada zarząd jako organ uprawniony i zobowiązany do prowadzenia spraw spółki w jej interesie oraz interesie jej akcjonariuszy. Wymóg uzyskania zgody akcjonariuszy na połączenie się spółek akcyjnych oparty jest na następujących założeniach aksjologicznych: po pierwsze, łączenie się spółek skutkować może całkowitą zmianą podmiotu, w który pierwotnie zainwestował akcjonariusz. Następuje zasadnicza zmiana umowy między akcjonariuszami tworzącymi spółkę, która mimo obowiązujących zasad funkcjonowania spółki (rozdział władzy i zarządzania) uzasadnia uczestnictwo akcjonariusza w procesie decyzyjnym dotyczącym łączenia się spółek. Po drugie, ustawodawca zakłada, że akcjonariusze mogą podjąć racjonalną decyzję co do połączenia, mając zapewniony właściwy dostęp do informacji na temat warunków łączenia się spółek. Po trzecie, uczestnictwo akcjonariuszy w procesie decyzyjnym wzmacnia jej wartość zarówno dla spółki, jak i akcjonariuszy⁴⁶⁰. Racjonalność decyzji akcjonariuszy co do połączenia jest uzależniona od tego, czy zarząd dostarczy im wystarczających, zrozumiałych i obiektywnych informacji (pozytywne, jak i negatywne strony połączenia) o planowanym połączeniu. Na tle realizacji tak rozumianych obowiązków informacyjnych względem akcjonariuszy w procesie łączenia się spółek dochodzi do sporów, które ostatecznie rozstrzygane są przez sądy. Co istotne, postępowania sądowe oparte na roszczeniach dotyczących naruszenia obowiązków informacyjnych nie powodują unieważnienia połączenia. Zagadnienia związane z prawami informacyjnymi akciona-

praw korporacyjnych i majątkowych. Obejmują one łączenia, w których liczba akcji emitowanych przez spółkę przejmującą nie przekracza 20% dotychczasowych jej akcji (przed połączeniem liczba akcji wynosiła 100 000, po połączeniu 120 000), zob. § 11.04 (g) i 6.21 (f) MBCA.

⁴⁵⁸ Zob. § 251 (c) DGCL; § 11.04 MBCA (d) co do szczegółów formalnych dotyczących zasad, terminów zwołania walnego zgromadzenia w celu zatwierdzenia planu połączenia.

⁴⁵⁹ Zob. § 141 (b) DGCL.

⁴⁶⁰ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association. Cases and Materials...*, s. 692.

riuszy w procesie łączenia się spółek oraz przysługującymi im w związku z ich naruszeniem roszczeniami stanowią przedmiot odrębnej, szczegółowej analizy w ramach pkt 3.4.2. i 3.5.1.1. niniejszego opracowania.

5. **Zarejestrowanie połączenia.** Ostatnim etapem połączenia jest złożenie do rejestru spółek⁴⁶¹ dokumentacji łączeniowej, tj. planu połączenia wraz z uchwałami zarządu i walnego zgromadzenia, bądź zaświadczenia zarządu spółki przejmującej w odpowiedniej formie i treści o dokonaniu połączenia. W Stanach Zjednoczonych nie istnieje sąd rejestrowy. Dokumenty założycielskie spółki oraz wszelkie zmiany w nich następujące w toku działalności spółki składa się do sekretarza stanu (the Secretary of the State), w którym spółka jest zarejestrowana. Jest to organ administracji stanowej, który dokonuje zarejestrowania spółki i prowadzi w systemie informatycznym publiczny rejestr spółek danego stanu (w przypadku stanu Delaware jest to The Delaware Corporation Information System). Przy czym nie ma on kompetencji do merytorycznego badania wniosku o zarejestrowanie spółki⁴⁶², jaką dysponuje sąd rejestrowy na podstawie art. 23 ustawy KRS. Istotnym elementem tego etapu jest chwila zarejestrowania połączenia przez sekretarza stanu, gdyż stanowi ona odpowiednik dnia połączenia w rozumieniu art. 493 § 2 k.s.h., z którym następują skutki prawne owego połączenia (sukcesja uniwersalna praw i zobowiązań)⁴⁶³.
6. **Wnioski akcjonariuszy o oszacowanie słusznej wartości ich akcji** (appraisal rights, buy-out rights, dissenter rights). Prawa te co do zasady⁴⁶⁴ przysłu-

⁴⁶¹ § 251 (c) DGCL.

⁴⁶² D.A. Oesterle, *The Law of Mergers...*, s. 30.

⁴⁶³ Wymogi formalne wniosku o zarejestrowanie połączenia określone są w § 103 DGCL i obejmują przede wszystkim aspekty formalne przedkładanych dokumentów, takie jak podpisy prawidłowo umocowanych w imieniu spółki osób, sposób zarejestrowania wpłynięcia wniosku, uiszczenie opłat rejestracyjnych. Zasadniczo, jeżeli wymagane DGCL dokumenty zostaną złożone w odpowiedniej formie, a stosowne opłaty uiszczone, wówczas data wpłynięcia wniosku (dokumentów) jest datą zarejestrowania zdarzenia – zarejestrowania połączenia – zob. § 103 (d) DGCL, przy czym na wniosek spółki istnieje możliwość przedłużenia „daty zarejestrowania” połączenia do maksymalnie 90 dni od dnia złożenia wniosku.

⁴⁶⁴ Appraisal rights w stanie Delaware przysługują akcjonariuszom spółki przejmującej i przejmowanej w ramach zwykłego łączenia się spółek (long-form merger), akcjonariuszom spółki przejmowanej w ramach short-form merger (cash-out merger), akcjonariuszom spółki przejmowanej w ramach small scale merger, a akcjonariuszom spółki przejmowanej w triangular merger (co do znaczenia pojęcia triangular merger zob. pkt 3.3.4. niniejszego rozdziału). W innych stanach, np. w stanie Kalifornia, appraisal rights przysługują także w przypadku sprzedaży całego lub zorganizowanej części przedsiębiorstwa spółki akcjonariuszom tej spółki, a także istotnej zmiany statutu spółki (zob. Cal. Corp. Code § 181; NY Bus. Corp. Law § 910). Szerzej co do czynności spółki (decyzji korporacyjnych), w ramach których przysługują akcjonariuszom appraisal rights w innych regulacjach stanowych, zob. D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 98–100

gują akcjonariuszom, którzy mają prawo głosu z akcji, oraz akcjonariuszom mniejszościowym w *short-form merger*⁴⁶⁵. Warunkiem skorzystania z *appraisal rights* jest głosowanie przeciwko uchwale łączeniowej oraz posiadanie akcji łączącej się spółki od dnia zgłoszenia żądania oszacowania do dnia zarejestrowania połączenia (akcjonariusz nie może ich w międzyczasie sprzedać, jeżeli zdecydował się wystąpić z żądaniem oszacowania). *Appraisal rights* kwalifikuje się do elementów procedury łączenia, ponieważ zawiadomienie o przysługującym akcjonariuszom prawie żądania oszacowania akcji należy im przesłać wraz z informacją o walnym zgromadzeniu akcjonariuszy

i J.A.Finkelstein, J.D. Hendershot, *Appraisal rights in mergers and consolidations*, Bureau of National Affairs, Inc., Number 38–5th, Arlington, Va 22202, 2010, s. A – 11 – A. 12; w MBCA, zob. Siegel M., *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, Duke Journal of Law and Contemporary Problems, vol. 74, nr 1 (2011), (w:) <http://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol74/iss1/19>. Natomiast *appraisal rights* nie przysługują w jednej sytuacji niezależnie od stanu, a mianowicie wtedy, gdy spółka przejmująca i przejmowana są spółkami publicznymi, tj. których akcje są notowane na giełdzie i nie mamy do czynienia z połączeniem uproszczonym (*short-form merger* – tutaj akcjonariuszom spółki przejmowanej zawsze przysługują *appraisal rights*), zaś parytet wymiany obejmuje wymianę akcji spółki przejmowanej na akcje spółki przejmującej notowane na giełdzie. Wyjątek ten określa się mianem *market-out exception* i oparty jest on na założeniu, że akcje obydwu spółek są notowane na giełdzie, co istotnie ogranicza możliwość manipulowania ich wartością rynkową, wynikającą z aktualnych notowań giełdowych, a po drugie przy wskazanej proporcji większości do mniejszości, akcje obydwu grup akcjonariuszy są płynne (zbywalne na rynku), nie istnieje zatem ryzyko „uwięzienia” akcjonariusza w spółce, z uwagi na to, że przed połączeniem i po nim nie będzie mógł zbyć akcji na rynku – zob. § 262 (b) (1) i (2) DGCL, § 13.02. (b) MBCA. Motywem wprowadzenia tego wyjątku była wzrastająca efektywność rynków kapitałowych, takich jak New York Stock Exchange, NASDAQ Stock Market, powodująca, że zyski z *appraisal rights* (różnica ceny akcji) stawały się coraz mniejsze w stosunku do kosztów postępowania. Szerzej co do motywów wprowadzenia tego wyjątku oraz jego zasadności zob. V.P. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 Boston College Law Review 1121, 1998, vol. 39, z. 5, nr 5 (w:) <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol39/iss5/2>, s. 1151–1152 oraz B.M. Wertheimer, *The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value*, Duke Law Journal 1998, vol. 47, nr 4, s. 632–635.

⁴⁶⁵ Zaznaczyć należy, iż z uwagi na wymaganą większość głosów potrzebną do podjęcia uchwały łączeniowej z prawa żądania oszacowania będą korzystać przede wszystkim akcjonariusze mniejszościowi, niezależnie od tego, czy mamy do czynienia z łączeniem zwykłym (*long – form merger*) czy uproszczonym (*short – form merger*) – zob. D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 33; Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association...*, s. 705–706, 744–745; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business...*, s. 1777–1779; P.V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 Boston College Law Review 1121, 1998, vol. 39, z. 5, nr 5, s. 1122–1123 (w:) <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol39/iss5/2>; Ch.R. Korsmo & M. Myers, *The Law and Economics of Merger Litigation: Do the Merits Matter in Shareholder Appraisal?*, 2013, s. 32, 36–37; A. Finkelstein, J.D. Hendershot, *Appraisal rights in mergers and consolidations...*, s. A- 3. Szerzej, co do uzasadnienia aksjologicznego wprowadzenia *appraisal rights* w amerykańskim prawie spółek, zob. pkt 3.4.3. niniejszego opracowania.

w sprawie połączenia co najmniej na 20 dni przed terminem jego zwołania⁴⁶⁶. Następnie akcjonariusz, jeszcze przed terminem walnego zgromadzenia, musi wysłać do spółki oświadczenie, iż zamierza skorzystać z prawa żądania oszacowania akcji⁴⁶⁷. Następnie, po zatwierdzeniu połączenia przez walne zgromadzenie, spółka przejmująca po raz kolejny wysyła pismo do akcjonariuszy, którzy zgłosili zamiar skorzystania z prawa oszacowania, informujące o przysługującym im prawie w postaci szczegółowego pouczenia prawnego w tym zakresie (wyciąg z DGCL – § 262, 263 DGCL). W przeciągu 120 dni od dnia połączenia (zarejestrowania połączenia) akcjonariusz, który przesyłał do spółki wskazane uprzednio pisemne żądanie oszacowania jego akcji, może złożyć do sądu (*the Delaware Court of Chancery*) wniosek o ustalenie wartości akcji wszystkich akcjonariuszy, którzy zażądali tak jak on oszacowania. Przy czym, co istotne, w terminie 60 dni od dnia połączenia⁴⁶⁸ akcjonariusz ma prawo wycofać uprzednio złożone pisemne żądanie oszacowania akcji i zaakceptować ich cenę wynikającą z planu połączenia, mimo że głosował przeciw uchwale. Dalsze kroki obejmują już *stricte* postępowanie sądowe, co stanowi przedmiot odrębnego szczegółowego omówienia w ramach pkt 3.5.1.2. niniejszego rozdziału. Natomiast charakter prawny omawianego prawa akcjonariuszy oraz uzasadnienie jego wprowadzenia w amerykańskim prawie spółek omówiono w ramach pkt 3.4.3. niniejszego rozdziału.

3.4.3. Różnice pomiędzy instytucją łączenia się spółek w prawie polskim i amerykańskim

Przedstawiona w pkt 3.3.2. niniejszego rozdziału procedura łączenia spółek akcyjnych w prawie amerykańskim (stanie Delaware) nie odbiega znacząco od regulacji łączenia się spółek na gruncie Kodeksu spółek handlowych, jakkolwiek wydaje się mniej sformalizowana i w większym stopniu oparta na zasadzie swobodnych ustaleń stron (łączących się spółek). Jednakże istotne jest zaznaczenie elementów wyraźnie różnicujących łączenie się spółek w prawie stanu Delaware w porównaniu do polskiej regulacji prawnej.

Po pierwsze, DGCL, jak i MBCA nie wprowadzają obowiązku zbadania planu połączenia oraz ustalonego parytetu wymiany akcji przez biegłego sądowego,

⁴⁶⁶ § 262 DGCL.

⁴⁶⁷ Samo głosowanie przeciwko uchwale łączeniowej jest niewystarczające. Odrębne pisemne żądanie jest uzasadnione tym, że w przypadku spółek o licznych akcjonariacie, spółka może mieć problem z identyfikacją akcjonariusza, zaś obligatoryjnym formalnym elementem żądania jest właśnie wyraźne wskazanie tożsamości akcjonariusza oraz liczby i rodzaju posiadanych przez niego akcji.

⁴⁶⁸ § 262(d) (2) (e) DGCL.

a organ rejestrowy nie ma kompetencji do merytorycznej oceny zgodności planu połączenia z prawem.

Po drugie, zakres obowiązków informacyjnych nie jest precyzyjnie uregulowany, ale jednocześnie z analizy orzecznictwa wynika, iż jest on szeroki⁴⁶⁹, a akcjonariuszom przysługują efektywne środki ochrony naruszonych praw informacyjnych w trybie powództw odszkodowawczych przeciwko członkom zarządu spółki⁴⁷⁰.

Po trzecie, łączenie się spółek nie wymaga podwyższenia kapitału zakładowego, bowiem prawo spółek stanu Delaware nie wprowadza ustawowego minimum kwoty kapitału zakładowego⁴⁷¹, z uwagi na to, że kapitał zakładowy w przeciwieństwie do założeń polskiej regulacji prawnej w tym samym przedmiocie nie pełni funkcji gwarancyjnej wobec wierzycieli spółki⁴⁷². Z tego też powodu, w ramach parytetu wymiany akcjonariusze mogą otrzymać nie tylko akcje spółki przejmującej, ale także inne rodzaje papierów wartościowych, prawa, nieruchomości⁴⁷³.

Po czwarte, zgodnie z § 251 (d) DGCL, po zatwierdzeniu planu połączenia przez walne zgromadzenie, a przed jego zarejestrowaniem (dzień połączenia), nie jest możliwa jego zmiana w zakresie ustalonego parytetu wymiany akcji (liczby, wartości i rodzaju praw przyznawanych w zamian za akcje spółki przejmowanej), zmiana postanowień statutu spółki przejmującej i jakakolwiek zmiana warunków połączenia, która mogłyby niekorzystnie wpłynąć na prawa lub interesy akcjonariuszy łączących się spółek. Oczywiście zmiana we wskazanym zakresie byłaby możliwa, ale konieczne w takiej sytuacji byłoby ponowne głosowanie akcjonariuszy nad zmienionym planem połączenia. Pomimo zatem umownego charakteru planu połączenia (*agreement of merger*) jego warunki w zakresie ustalonego parytetu wymiany akcji po ich zatwierdzeniu przez walne zgromadzenie nie mogą ulec zmianie. Celem tego przepisu jest ochrona praw i interesów akcjonariuszy łączących się spółek. Zważywszy na zakres przedmiotowy zakazanych zmian w planie połączenia, można przyjąć, iż kluczową jest ochrona interesu

⁴⁶⁹ Zob. pkt 3.4.2. niniejszego rozdziału. Por. pkt 4.1. rozdziału IV niniejszego opracowania.

⁴⁷⁰ Zob. pkt 3.5.1.1. niniejszego opracowania. Por. pkt 4.1.4. rozdziału IV niniejszego opracowania.

⁴⁷¹ §152, 153 i 154 DGCL.

⁴⁷² Jak wyjaśnia A. Opalski, (w:) A. Opalski, *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony...*, s. 446, rozwój amerykańskiego prawa spółek doprowadził obecnie do stanu, w którym prawo nie zobowiązuje akcjonariuszy do wniesienia do spółki majątku, spełniającego istotną rolę z punktu widzenia interesów jej wierzycieli. Obowiązujący niegdyś zakaz emisji akcji poniżej ich wartości nominalnej i ograniczenia zdolności aportowej utraciły znaczenie. W prawie spółek stanu Delaware nie istnieje ustawowe minimum kwoty kapitału zakładowego, a spółka może oferować akcje o niskiej wartości nominalnej lub bez wartości nominalnej.

⁴⁷³ Zob. przypis 45 niniejszego rozdziału.

majątkowego akcjonariusza – wartości ich akcji podlegających wymianie, która określona jest w parytecie wymiany przyjętym w planie połączenia.

Po piąte, instytucją nieznaną w ramach łączenia się spółek w prawie polskim jest prawo żądania oszacowania słusznej wartości akcji akcjonariusza niezgadza-jącego się na połączenie (*appraisal rights*). Postępowanie sądowe zainicjowanie przez akcjonariusza korzystającego z *appraisal rights* wykazuje podobieństwa do żądania wykupu na podstawie art. 516 § 3 k.s.h. w ramach uproszczonego łączenia się spółek. Analiza porównawcza tych dwóch uprawnień akcjonariuszy jest przedstawiona w ramach pkt 4.3. rozdziału IV niniejszego opracowania.

Po szóste, zatwierdzony plan połączenia może przewidywać postanowienia, na mocy których ulegać on będzie unieważnieniu, o ile warunki unieważniające w nich opisane zajdą przed dniem połączenia (zarejestrowaniem połączenia)⁴⁷⁴. Owe warunki obejmują zwykle okoliczności, takie jak znaczne straty finansowe poniesione przez spółkę lub spółki na skutek zajścia nadzwyczajnych okoliczności, istotne postępowania sądowe lub administracyjne stwarzające ryzyko znacznych strat finansowych, a także warunek, że połączenie nie dojdzie do skutku, o ile więcej niż określony procent akcjonariuszy skorzysta z prawa do oszacowania wartości ich akcji (*appraisal rights*)⁴⁷⁵. Ostatni przykładowo wskazany warunek zawieszający skuteczność prawną połączenia pozwala spółkom na zaniechanie transakcji, w sytuacji gdy jej koszty przekroczą poziom opłacalności. Dodatkowo warunek ten odgrywa również istotną rolę wizerunkową dla zarządów łączących się spółek, ponieważ gdyby sąd zasądził tytułem słusznej wartości akcji kwotę przewyższającą zaoferowaną akcjonariuszom w ramach połączenia, pozostali akcjonariusze (ci, którzy wyrazili zgodę na połączenie) mogliby zarzucić zarządowi naruszenie obowiązku lojalności⁴⁷⁶.

Po siódme, parytet wymiany obejmuje nie tylko akcje, ale również inne papiery wartościowe, jak również prawa (*rights*), mienie, nieruchomości, własność intelektualną (*property*), gotówkę lub kombinację powyższych praw spółki przejmującej, ale także każdej innej spółki zarówno krajowej, jak i zagranicznej, lub podmiotu prawnego, którego prawo umożliwia taką formułę uczestniczenia w planie połączenia (parytecie wymiany akcji)⁴⁷⁷.

Po ósme, poza odpowiednikiem uproszczonego łączenia się spółek (art. 516 k.s.h.), określanego jako *short-form merger* (*cash-out merger*), prawo spółek stanu

⁴⁷⁴ § 251 (d) DGCL.

⁴⁷⁵ M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations...*, s. 1190–1191; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 33–35, 98.

⁴⁷⁶ Ibid. i przywołany tam wyrok w sprawie *In re Emerging Comm.*, C.A. No. 16415, the Delaware Court of Chancery, 2004.

⁴⁷⁷ Zob. przypis 45 niniejszego rozdziału.

Delaware przewiduje również drugą podobnie uproszczoną procedurę połączenia określaną jako *small scale merger*⁴⁷⁸ oraz *triangular mergers*⁴⁷⁹.

Po dziewiąte, nie istnieje możliwość zaskarżenia zatwierdzonego planu połączenia, na zasadzie analogicznej do skarżenia uchwały łączeniowej na podstawie art. 509 k.s.h.

Po dziesiąte, akcjonariuszom przysługują zasadniczo dwa środki ochrony swoich praw: powództwo odszkodowawcze (*fiduciary duty claim*) lub wnioski o oszacowanie słusznej wartości akcji (*appraisal rights*). Omówienie obydwu instrumentów ochronnych z uwagi na ich znaczenie dla akcjonariuszy mniejszościowych jest przedmiotem analizy w ramach pkt 3.5. niniejszego rozdziału.

3.4.4. Alternatywne sposoby osiągnięcia efektu połączenia spółek z pominięciem obligatoryjnych elementów procedury łączenia się spółek

Prawo amerykańskie, podobnie jak polskie⁴⁸⁰, umożliwia spółkom przeprowadzanie alternatywnych transakcji o analogicznym do łączenia się spółek efekcie ekonomicznym. Najbardziej znaczące w praktyce są: sprzedaż przedsiębiorstwa spółki lub jego zorganizowanej części (*the asset sale*), sprzedaż większościowego pakietu akcji spółki (przejęcie w znaczeniu ekonomicznym⁴⁸¹ (*the sale of control block of the stock*) oraz tzw. połączenie trójkątne (*triangular merger*), a także ich kombinacje, tj. *stock for assets i stock for stock*⁴⁸². Wskazane najbardziej powszechne transakcje służą temu samemu zasadniczo ekonomicznemu celowi, co ustawowe łączenie się spółek. Niemniej stosowane są z uwagi na określone dodatkowe korzyści przejawiające się w redukcji kosztów transakcyjnych i potransakcyjnych⁴⁸³. Przede wszystkim chodzi tu o względy podatkowe, księgowo oraz prawne w zakresie dotyczącym przejmowania zobowiązań, gdyż zasadnicza różnica w skutkach prawnych dotyczy sukcesji praw i zobowiązań. W klasycznym łączeniu się spółek dochodzi automatycznie z mocy prawa do przejścia praw i zobowiązań spółek

⁴⁷⁸ Zob. przypis 47 niniejszego rozdziału.

⁴⁷⁹ Zob. pkt 3.3.4. niniejszego rozdziału.

⁴⁸⁰ Zob. pkt 2.1.2. rozdziału II niniejszego opracowania.

⁴⁸¹ Zob. pkt 2.1.2. rozdziału II niniejszego opracowania.

⁴⁸² Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association...*, s. 708–711; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business...*, s. 1194–1214; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 33–34.

⁴⁸³ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association...*, s. 708–711; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business...*, s. 1194–1214; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 33, 34; B.M. Wertheimer, *The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value*, Duke Law Journal, 1998, vol. 47, nr 4, s. 621.

przejmowanych przez spółkę przejmującą. Natomiast wskazane formuły „obejścia” instytucji łączenia się spółek pozwalają na wyeliminowanie zasady sukcesji uniwersalnej, co odnosi się przede wszystkim do przejmowania zobowiązań spółek przejmowanych. Nadto omawiane transakcje pozwalają spółkom na ograniczenie kosztów związanych ze zwołaniem walnego zgromadzenia i *appraisal rights*⁴⁸⁴.

Sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części (*the sale of all or substantially all of the corporation's assets*) umożliwia przejęcie aktywów bez zobowiązań. Niemniej umowa taka może być ustrukturyzowana w ten sposób, że spółka nabywca kupuje aktywa (przedsiębiorstwo) i przejmuje zobowiązania. Wówczas spółka sprzedająca po wykonaniu umowy sprzedaży i przejścia zobowiązań ulega rozwiązaniu, a gotówka otrzymana tytułem ceny zostaje rozdyskrebowana na rzecz jej akcjonariuszy⁴⁸⁵. Zgodnie z § 271 DGCL, sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części wymaga tylko uchwały walnego zgromadzenia spółki sprzedającej zatwierdzającej sprzedaż, natomiast nie uprawnia akcjonariuszy do prawa żądania oszacowania akcji (*appraisal rights*). Inaczej jest w stanie California i Nowy Jork, gdzie w ramach transakcji sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części akcjonariuszom spółki sprzedawcy przysługują *appraisal rights*⁴⁸⁶. Spółki zatem, chcąc wyeliminować ryzyko kosztów związanych z *appraisal rights*, korzystają z formuły sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części.

Połączenie trójkątne (*triangular merger*) jest jedną z najczęściej stosowanych formuł *de facto* łączenia się spółek, która umożliwia wyeliminowanie lub ograniczenie konieczności zatwierdzenia transakcji przez walne zgromadzenia spółek oraz przysługujących akcjonariuszom *appraisal rights*. Oczywiście nie jest to jedyna przyczyna wyboru tej metody dokonywania połączenia spółek. Analogicznie jak w przypadku sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części, podkreśla się korzyści podatkowe⁴⁸⁷, księgowo oraz wynikające z braku konieczności przejmowania zobowiązań⁴⁸⁸. Połączenie trójkątne polega na tym, że spółka przejmująca w klasycznym połączeniu tworzy spółkę zależną, której jest właścicielem w 100%, i ta spółka zależna łączy się ze spółką celem – spółką

⁴⁸⁴ Ibid. Przy tym zaznaczyć należy, iż nie wszystkie omawiane transakcje pozwalają na pominięcie uchwały walnego zgromadzenia zatwierdzającej transakcję oraz *appraisal rights* – zob. przypis 54 wraz z kontekstem, do którego się odnosi.

⁴⁸⁵ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association...*, s. 70.

⁴⁸⁶ D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and...*, s. 98–99.

⁴⁸⁷ M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business...*, s. 1193–1194.

⁴⁸⁸ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association...*, s. 710; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business...*, s. 1213–1214; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and...*, s. 74–75.

przejmowaną. Połączenie trójkątne występuje w dwóch postaciach, albo jako połączenie proste (*forward triangular*), albo odwrócone (*reverse triangular merger*). W połączeniu prostym spółka zależna jest spółką przejmującą cel – spółkę przejmowaną. Natomiast w połączeniu odwróconym, spółka cel (w założeniu przejmowana) staje się przejmującą, tj. przejmuje spółkę zależną. Połączenie odwrócone stosuje się wówczas, gdy spółka zależna (przejmowana) ma taką wartość, która po połączeniu (przejęciu przez spółkę cel) spowoduje, iż akcjonariuszem większościowym w spółce celu (przejmującej) stanie się *de facto* spółka dominująca w stosunku do zależnej. W literaturze podkreśla się, iż z prawnego (korporacyjnego) punktu widzenia zasadniczym motywem wyboru takiej metody połączenia jest eliminacja obowiązku podejmowania uchwały zatwierdzającej połączenie w spółce dominującej oraz przysługujących jej akcjonariuszom *appraisal rights*⁴⁸⁹. Spółce dominującej, jako jedynemu akcjonariuszowi spółki zależnej, przysługuje prawo głosu za połączeniem lub przeciw niemu oraz *appraisal rights*. Prawa te w spółce zależnej wykonuje w imieniu spółki dominującej jej zarząd, który jako inicjator transakcji oczywiście nie będzie jej przeciwny i nie będzie wykonywał *appraisal rights*. Jeżeli chodzi o ograniczenie odpowiedzialności za zobowiązania spółki przejmowanej, to w obydwu formułach połączenia trójkątnego spółka dominująca nie przejmuje żadnych zobowiązań spółki celu – przejmowanej, bowiem przechodzą one albo na spółkę zależną w *forward triangular merger*, albo pozostają w spółce – celu w *reverse triangular merger*.

Poza wskazanymi najczęściej spotykanymi metodami przejęć w znaczeniu ekonomicznym warto również zaznaczyć także stosunkowo często występujące ich dodatkowe kombinacje, w ramach których dochodzi do wymiany akcji na akcje (*stock for stock*) lub akcji na aktywa (*stock for assets*)⁴⁹⁰. W transakcji *stock for assets* spółka A wydaje spółce B akcje w zamian za wszystkie jej aktywa lub znaczącą ich część (przedsiębiorstwo lub jego zorganizowana część). Często w takich umowach spółka A zgadza się na przejęcie zobowiązań, niemniej zwykle do określonego poziomu bądź niektórych tylko zobowiązań, z wyłączeniem przyszłych, niepewnych i nieznanych⁴⁹¹. Spółka B po wykonaniu umowy rozwiązuje się, a akcje w spółce A, które otrzymała w zamian za swoje przedsiębiorstwo, wydaje swoim akcjonariuszom. Główną przyczyną takiego warunku umownego jest okoliczność, że spółka A nie chce mieć znacznego pakietu swoich akcji w rękach jednego akcjonariusza. Z kolei w transakcji *stock for stock* spółka A wydaje akcje spółce B

⁴⁸⁹ Ibid.

⁴⁹⁰ M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business...*, s. 1194, 1207; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and...*, s. 32–70; Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business...*, s. 708–710.

⁴⁹¹ Ibid.

w zamian za jej akcje zazwyczaj pakiet większościowy kontrolny, bowiem celem jest przejęcie kontroli nad spółką B, która staje się wówczas spółką zależną i albo nadal istnieje, albo podlega likwidacji, albo łączy się klasycznie ze spółką A. Podobnie jak w wypadku pozostałych omówionych wcześniej transakcji, również i te umożliwiają eliminację głosowania akcjonariuszy i *appraisal rights*. Sprzedaż akcji nie wymaga w ogóle uchwały walnego zgromadzenia, jak i nie przyznaje akcjonariuszom prawa żądania oszacowania ich akcji. W sytuacji zaś wymiany akcji na aktywa (przedsiębiorstwo) w grę wchodzić może wymóg uzyskania zgody akcjonariuszy na sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części, ale już niekoniecznie *appraisal rights*, ponieważ prawa te nie przysługują akcjonariuszom spółki sprzedawcy spółek zarejestrowanych w stanie Delaware⁴⁹².

Mając na względzie motyw korporacyjny omówionych transakcji (eliminacja wymogu uzyskania zgody akcjonariuszy oraz *appraisal rights*), trzeba zauważyć, że sposób ich ukształtowania w dużej mierze zależy od stanu, w którym zarejestrowane są spółki.

Jednocześnie okoliczność ich częstego występowania w praktyce w kontekście wskazanej motywacji spółek i powodztw akcjonariuszy doprowadziła do wykształcenia się w orzecznictwie sądowym doktryny *de facto merger*⁴⁹³,

⁴⁹² Zob. przypis 54 niniejszego rozdziału.

⁴⁹³ Obejście ustawowego łączenia się spółek wyłącznie w celu wyeliminowania praw akcjonariuszy do żądania oszacowania ich akcji stanowić może podstawę roszczenia akcjonariusza o unieważnienie transakcji, która jest *de facto* łączeniem się spółek. Doktrynę *de facto merger* lub *substance over form* zapoczątkowało orzeczenie Sądu Najwyższego stanu Pensylwania w sprawie *Farris v. Glen Alden Corporation*, The Supreme Court of Pennsylvania, 393 Pa. 427, 143 A. 2d 25 (1958). Następnie była ona powtarzana i rozwijana w kolejnych orzeczeniach, zob. *Heilbrunn v. Sun Chemical Corporation*, the Delaware Court of Chancery, A. 2d 755 (1959); *Applestein v. United Board & Carton Corp.* New Jersey Superior Court, Chancery Division, 159 A.2d 146 (1960). Z analizy przytoczonego orzecznictwa wynika, że istota transakcji i jej rzeczywisty cel powinny stanowić determinantę dla określania, czy mamy do czynienia z obejściem ustawowych wymogów dotyczących praw akcjonariuszy. W sytuacji gdy np. sprzedaż przedsiębiorstwa spółki prowadzi ostatecznie do jej rozwiązania (spółki sprzedającej), a jednocześnie w drodze umowy przejęte zostają zobowiązania spółki sprzedającej, mamy do czynienia z efektem identycznym do łączenia się spółek, co uzasadnia przyznanie akcjonariuszom praw przysługujących im w trakcie połączenia (*appraisal rights*). Przy czym doktryna *de facto merger* nie jest akceptowana przez sądy wszystkich stanów jednolicie; i tak stan Delaware odrzuca ją i odmawia jej stosowania – zob. orzeczenie w sprawie *Hariton v. Arco Electronics, Inc.*, The Supreme Court of Delaware, 188, A.2d 123 (1963), opierając się na wypracowanej przez siebie doktrynie *independent legal significance* (niezależnego znaczenia prawnego). Zgodnie z doktryną *independent legal significance*, każda instytucja prawna, w tym określone transakcje (sprzedaż przedsiębiorstwa), które są przewidziane w DGCL, stanowią niezależne instrumenty prawne, a ich ważność nie jest uzależniona od innych przewidzianych w ramach DGCL. Szerzej co do doktryny *de facto merger* zob. Ch.R.T. O’Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business Association...*, s. 711–712, 718–720.

umożliwiającej unieważnienie transakcji wówczas, gdy jej rzeczywistym celem było pozbawienie akcjonariuszy praw przysługujących im w ramach instytucji łączenia się (przede wszystkim chodzi o prawo głosu i *appraisal rights*).

3.5. Prawa akcjonariuszy w toku procedury łączenia się spółek

3.5.1. Uwagi ogólne

Prawa akcjonariuszy w toku procedury łączeniowej, podobnie jak na gruncie polskiej regulacji prawnej, są ograniczone. W przypadku amerykańskiego prawa spółek, co wynika z przedstawionej w pkt 3.3.2. niniejszego rozdziału procedury łączenia się spółek, owe ograniczenia są jeszcze dalej idące. Wynika to z zasad funkcjonowania i nadzoru korporacyjnego amerykańskich spółek akcyjnych – rozdzielenia własności od zarządzania. Zarząd w spółkach akcyjnych ma bardzo szeroki zakres kompetencji⁴⁹⁴, który w ramach łączenia się spółek limitowany jest jedynie koniecznością uzyskania zgody akcjonariuszy na połączenie. Oczywiście tak szeroki zakres kompetencji zarządów jest kompensowany szeroko rozumianym obowiązkiem lojalności zarządu wobec spółki i jej akcjonariuszy. Obowiązki te są skutecznie egzekwowane w drodze powództw cywilnych⁴⁹⁵.

W trakcie łączenia się spółek akcyjnych przed jego zarejestrowaniem akcjonariuszom przysługują trzy rodzaje praw: prawo do informacji, prawo głosu oraz prawo żądania oszacowania słusznej wartości ich akcji (*appraisal rights*). Przy czym, jak wyraźnie podkreśla się w literaturze, w trakcie głosowania nad planem połączenia akcjonariusze nie mogą zmieniać przedstawionego im planu połączenia. Mogą tylko głosować za połączeniem lub przeciw niemu⁴⁹⁶. Stanowisko pol-

⁴⁹⁴ Zob. pkt 3.2. i 3.5.1. niniejszego rozdziału.

⁴⁹⁵ Są to powództwa pochodne akcjonariuszy (*derivative litigation*) lub bezpośrednie (*class actions*) oparte na zarzucie naruszenia obowiązku lojalności (*the breach of fiduciary duty claim*), a także wnioski o wydanie zarządzenia udostępnienia informacji i dokumentów o spółce w trybie § 220 DGCL, zob. Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business...*, s. 398–438; M.A. Eisenberg, J.D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations...*, s. 343–352, 1044–1118; D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and...*, s. 104; B.M. Wertheimer, *The shareholders appraisal remedy and how courts determine fair value*, Duke Law Journal, 1998, vol. 47, nr 4, s. 400–467; Ch.R. Korsmo, M. Myers, *The Law and Economics of Merger Litigation: Do the Merits Matter in Shareholder Appraisal?*, 2013, s. 9–11; J.A. Finkelstein, J.D. Hendershot, *Appraisal rights in mergers and consolidations...*, s. A-100–A-102. Szerzej zagadnienia związane z rodzajami powództw akcjonariuszy są omówione w ramach pkt 3.5. niniejszego rozdziału.

⁴⁹⁶ D.A. Oesterle, *The Law of Mergers and Acquisitions...*, s. 37; A. Finkelstein, J.D. Hendershot, *Appraisal rights in mergers and consolidations...*, s. A-9–A-10.

skiej doktrynie prawa odnośnie do charakteru prawnego planu połączenia (umowa czy nie umowa) oraz możliwości dokonywania w nim zmian w trakcie obrad walnego zgromadzenia jest sporne⁴⁹⁷. Tymczasem prawo amerykańskie, nadając planowi połączenia charakter umowy między łączącymi się spółkami, a nie jej akcjonariuszami, jest konsekwentne i wyłącza w związku z tym możliwość ingerowania w treść tejże umowy przez akcjonariuszy. Akcjonariusze nie mają prawa zmieniać ustalonego przez zarządy łączących się spółek planu połączenia, mogą tylko wyrazić (lub nie) zgodę na połączenie na zaproponowanych i rekomendowanych przez zarząd warunkach. Z tego też względu bezcelowe jest omawianie zasad wykonywania prawa głosu akcjonariuszy w związku z łączeniem się spółek. Istotne jest tylko zaznaczenie, iż głosowanie przeciwko połączeniu jest warunkiem skorzystania z prawa żądania oszacowania słusznej wartości akcji. Natomiast zasadnicze znaczenie dla ochrony praw i interesów akcjonariuszy, zwłaszcza mniejszościowych, w procesie łączenia się spółek mają ich uprawnienia informacyjne oraz wspomniane już prawo żądania oszacowania słusznej wartości ich akcji. Co prawda to ostatnie prawo realizuje się *de facto* po dniu połączenia, po jego zarejestrowaniu, niemniej w toku łączenia się spółek konieczne jest dopełnienie określonych czynności formalnych warunkujących możliwość skorzystania z tego prawa po zarejestrowaniu połączenia.

3.5.2. Prawa informacyjne

W trakcie łączenia się spółek akcyjnych na ich zarządach spoczywają obowiązki informacyjne względem akcjonariuszy oparte na dwóch równoległych i uzupełniających się podstawach prawnych. Pierwsza wynika z ustawy, tj. z § 251 c i 262 d 1 i 2 DGCL⁴⁹⁸, z których wynika obowiązek przedstawienia akcjonariuszom uzgodnionego przez zarządy łączących się spółek planu połączenia oraz jego podsumowania zawierającego rekomendację zarządu co do głosowania za jego przyjęciem. Nadto w związku z przysługującym akcjonariuszom *appraisal rights* zarząd jest obowiązany pisemnie zawiadomić akcjonariuszy o przysługującym im prawie żądania oszacowania słusznej wartości ich akcji. Powinno zawierać ono wyciąg z odpowiedniej dla danego stanu ustawy (w przypadku DGCL – § 263), w którym opisane są terminy i procedura wykonywania tych praw. Druga podstawa prawna obowiązków informacyjnych względem akcjonariuszy wynika z obowiązku lojalności (*fiduciary duty*), którego elementem składowym jest obowiązek informacyjny (*duty of disclosure*). Obowiązek informacyjny zarządu wyprowadza się z obowiązku lojalności rozumianego szeroko, tj. obejmującego również obowiązek staranno-

⁴⁹⁷ Zob. przypis 197, 211 i 212 rozdziału II niniejszego opracowania.

⁴⁹⁸ W MBCA obowiązek informacyjny wynika z §11.04. MBCA.

ści i dobrej wiary. Zgodnie z nim zarząd obowiązany jest do całkowitej szczerości (*complete candor*) oraz ujawnienia akcjonariuszom wszystkich istotnych informacji przez siebie posiadanych⁴⁹⁹. Przy czym obowiązek ten nie ma charakteru ogólnego. Zarząd nie ma stałego obowiązku udzielania akcjonariuszowi wszelkich informacji przez siebie posiadanych na każde jego żądanie. Obowiązek informacyjny aktualizuje się w związku z czynnościami podejmowanymi przez zarząd, które dla swojej prawnej ważności i skuteczności wymagają zgody akcjonariuszy⁵⁰⁰. Orzecznictwo stanu Delaware⁵⁰¹ przyjmuje w zakresie analizy naruszenia obowiązków informacyjnych standard istotności (*materiality standard*), przyjęty przez Sąd Najwyższy w odniesieniu do spółek publicznych⁵⁰². Zgodnie z nim z naruszeniem obowiązku informacyjnego mamy do czynienia wówczas, gdy istnieje istotne prawdopodobieństwo, że ujawnienie pominiętego faktu byłoby postrzegane przez rozsądnego inwestora jako znacząco zmieniające całokształt dotychczas udostępnionych mu informacji.

⁴⁹⁹ Zob. orzeczenia w sprawach *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, The Delaware Supreme Court, 383 A. 2d 278, 281 (1977); *Shell Petroleum, Inc. v. Smith*, The Supreme Court of Delaware, 606 A.2d 112 (1992); *Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.*, 750 A.2d 1170, 1172, The Delaware Supreme Court, (2000), *Turner v. Bernstein*, C.A. No. 16190, The Delaware Court of Chancery (1999), *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, The Delaware Supreme Court, 777 A.2d 423 (2001), zgodnie z którymi obowiązek udzielenia informacji wynika z szerszych obowiązków lojalności i staranności (*the duty of care and loyalty*) i powstaje wówczas, kiedy zarząd przedstawia i rekomenduje akcjonariuszom transakcję lub podjęcie decyzji inwestycyjnej, która wymaga ich zgody, jak np. połączenie i decyzja co do skorzystania z *appraisal rights*. Zob. także orzeczenia w sprawach *Malone v. Brincat*, The Supreme Court of Delaware, 772 A.2d 5, 10 (1998), *Stroud v. Grace*, The Supreme Court of Delaware 606 A.2d 75, 84 (1992), *Stroud v. Milliken Enters., Inc.*, 552 A.2 d 476, 480, The Delaware Supreme Court (1989), *Rosenblatt v. Getty Oil*, 493 A. 2d 929 (1985), *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858, 890, the Delaware Supreme Court (1985), zgodnie z którymi członkowie zarządu spółek stanu Delaware zobowiązani są na podstawie obowiązku lojalności do ujawnienia rzetelnie (sprawiedliwie, słusznie – *fairly*) wszystkich istotnych informacji (*all material information*) przez siebie posiadanych w sytuacji, gdy wymagana jest zgoda akcjonariuszy na podjęcie określonych czynności przez spółkę.

⁵⁰⁰ Zob. orzeczenia w sprawach *Stroud v. Grace*, 606 A. 2d 75, 84, The Supreme Court of Delaware (1992); *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc*, 650 A.2d 1270, 1277, The Delaware Supreme Court (1994), *Cinerama, Inc. V. Technicolor, Inc.*, 663 A. 2d 1156,1163, The Delaware Supreme Court (1995). W sprawach dotyczących naruszenia obowiązków informacyjnych powód nie musi wykazywać związku przyczynowo- skutkowego, a także faktycznie poniesionej szkody. Sądy koncentrują się bowiem na ustaleniu, czy doszło do zarzucanego wprowadzenia w błąd (*misrepresentation*) lub pominięcia informacji oraz czy mają one istotne znaczenie (wpływ) w kontekście czynności akcjonariusza (wyrażenia zgody na łączenie, sprzedaż przedsiębiorstwa, skorzystanie z prawa oszacowania jego akcji).

⁵⁰¹ *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A. 2d 929, 944, The Supreme Court of Delaware (1985).

⁵⁰² *TSC Industries, Inc. V. Northway, Inc.*, The United States Supreme Court, 426, U.S. 438 (1976).