

Wprowadzenie

Celem ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych¹ w zakresie odnoszącym się do spółek kapitałowych jest ustanowienie podstaw instytucjonalno-prawnych dla ich tworzenia, organizacji, funkcjonowania, rozwiązywania, a także łączenia, podziału i przekształcenia. Innymi słowy, odpowiednie normy Kodeksu spółek handlowych umożliwiają prowadzenie działalności gospodarczej w formie spółek kapitałowych przy założeniu ich cech charakterystycznych, historycznie ukształtowanych oraz dostosowanych do panujących warunków gospodarczych. Dla potrzeb niniejszego opracowania przez warunki gospodarcze rozumiem całokształt czynników ekonomiczno-społecznych wyznaczonych przez politykę gospodarczą państwa, jak również spon-tanicznie i zwyczajowo tworzące się oraz funkcjonujące normy postępowania w relacjach handlowych. Niezależnie od tego, że spółki kapitałowe jako odrębne podmioty prawne mają i realizują – w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą – określone interesy własne, zwykle o majątkowym charakterze, w ich ramach działają i realizują interesy inne podmioty prawne, tj. wspólnicy w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i akcjonariusze w spółce akcyjnej. Z uwagi na istotne odmienności zakresu praw informacyjnych wspólników spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i akcjonariuszy spółki akcyjnej, wynikających z przepisów normujących „zwykle” funkcjonowanie obydwu typów spółek kapitałowych, oraz „prostszy” model organizacji i funkcjonowania spółki z o.o. w porównaniu do spółki akcyjnej zakres podmiotowy niniejszego opracowania został ograniczony do spółki akcyjnej.

Niewątpliwie akcjonariusze są związani ze spółką poprzez statut spółki i realizują w ramach spółki wspólny cel utożsamiany zwykle z interesem spółki. Niemniej, jak zaznaczono, mają oni również cele odrębne – interesy własne. Częstokroć w praktyce funkcjonowania spółek dochodzi do konfliktu różnych przeciwstawnych interesów. Wskazuje się na występowanie trzech podstawowych,

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037).

krzyżujących się i podlegających ochronie grup interesów, tj.: interesy wierzycieli wobec interesów spółki i akcjonariuszy, interesy spółki wobec interesów akcjonariuszy oraz interesy akcjonariuszy większościowych wobec interesów akcjonariuszy mniejszościowych².

Jakkolwiek Kodeks spółek handlowych nie definiuje pojęcia akcjonariusza mniejszościowego, choć posługuje się tym terminem³, to znaczenie omawianego pojęcia wypracowała doktryna prawa w opozycji do pojęcia akcjonariusza większościowego. Przez pojęcie akcjonariusza mniejszościowego należy rozumieć takiego akcjonariusza, któremu udział w kapitale zakładowym spółki nie pozwala na wywieranie znaczącego (decydującego) wpływu na prowadzone przez nią sprawy. Pozycja akcjonariusza mniejszościowego jest zatem co do zasady słabsza aniżeli większościowego, co wynika z kolei z obowiązującej w spółkach kapitałowych zasady rządów większości. W konsekwencji akcjonariusz mniejszościowy jest bardziej narażony na nadużycia ze strony akcjonariusza większościowego, toteż istotną rolą regulacji prawa spółek jest zapewnienie akcjonariuszowi mniejszościowemu należytej ochrony przysługujących mu w spółce praw wynikających z akcji, stanowiącej swoistą kompensatę jego „słabszej pozycji w spółce”. Należy przy tym podkreślić, że konieczność należytej ochrony prawnej akcjonariusza mniejszościowego podyktowana jest także⁴ postulatem ekonomicznym. Akcjonariusze mniejszościowi dostarczają spółce niezbędnego dla niej kapitału, wobec czego zapewnienie im dobrze skonstruowanych i skutecznych instrumentów prawnych zabezpieczających ich interesy wpływa pozytywnie na rozwój rynku kapitałowego, zachęcając innych do inwestowania w akcje. Niezależnie od tego, że instrumenty ochrony praw mniejszości⁵ zmierzają do zabezpieczenia

² D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009, s. 17.

³ Zob. art. 418 k.s.h.

⁴ Zasada ochrony interesów jednostki jest podstawową zasadą prawa prywatnego, które winno z założenia służyć ochronie interesów jednostek i eliminacji konfliktów między nimi.

⁵ W. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, PPH marzec 2002, s. 2; D. Wajda, *Obowiązek...*, s. 22–23, którzy podkreślają, że „współczesne systemy prawa spółek handlowych (kapitałowych) wprowadzają szereg rozwiązań mających na celu ochronę uzasadnionych interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Jednym z istotnych jej powodów jest przeciwstawienie się nadużyciom większości (*abus de majorite*)”. Istnienie na gruncie spółki akcyjnej regulacji prawnych mających służyć ochronie drobnych akcjonariuszy oznacza zatem, że ustawodawca uznał, iż co do zasady celowe jest zabezpieczenie interesów tych inwestorów, którzy mają bardzo ograniczony wpływ na funkcjonowanie spółki i których pozycja prawna mogłaby zostać naruszona przez akcjonariuszy większościowych. Podobnie zob. T. Sójka, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy w kodeksie spółek handlowych – zagadnienia podstawowe*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, Rok LXII – z. 4, 2000, s. 48, który wskazuje, że „bezpośrednim uzasadnieniem aksjologicznym dla istnienia zasady równego traktowania akcjonariuszy, zarówno w sensie opisowym, jak i dyrektywalnym, jest idea polityczno-prawna należytej ochrony akcjonariuszy mniej-

interesów akcjonariuszy mniejszościowych, realizowanych poprzez wykonywanie praw majątkowych i korporacyjnych z posiadanych akcji, ich celem jest również wspomniane „bilansowanie” zasady rządów większości w spółkach kapitałowych⁶. Przy czym, z uwagi na typową strukturę kapitałową spółek w Polsce (dominacja akcjonariusza większościowego) i zasadę rządów większości, interes akcjonariusza mniejszościowego sprowadza się zwykle do dążenia do otrzymania maksymalnie wysokiej dywidendy albo korzystnego zbycia akcji⁷. Natomiast akcjonariusz większościowy traktuje spółkę jako długoterminową inwestycję, dlatego też dąży np. do rozwoju działalności spółki. Niemniej jednak obydwa rodzaje interesów, jak również interes samej spółki oraz innych podmiotów (wierzycieli spółki) podlegają ochronie prawnej, przy założeniu, że są to interesy zgodne z prawem.

Zasygnalizowane konflikty interesów między akcjonariuszami większościowymi a mniejszościowymi ujawniają się między innymi w ramach procesu łączenia się spółek kapitałowych. Instytucja prawna łączenia się spółek kapitałowych unormowana w ramach tytułu IV w dziale I k.s.h. wykracza poza zwykły zakres funkcjonowania spółek kapitałowych, skutkując istotnymi zmianami prawnymi dla spółek przejmowanych bądź łączących się przez zawiązanie nowej spółki, które przestają istnieć wraz z prawami z ich akcji. Łączenie się spółek akcyjnych wiąże się również z doniosłymi konsekwencjami finansowymi dla łączących się spółek, ich akcjonariuszy, a także wierzycieli. Zatem jakiegokolwiek nieprawidłowości w procesie połączenia spółek mogą narażać akcjonariuszy łączących się spółek wraz z ich wierzycielami na szkody. W przypadku akcjonariuszy mniejszościowych ryzyko wystąpienia szkody jest szczególne, gdyż nie mają oni decydującego wpływu na podjęcie uchwały łączeniowej, będąc uzależnionymi od większości kapitałowej oraz działających *de facto* w jej imieniu zarządów spółek przeprowadzających procedurę łączeniową. Przygotowanie i przeprowadzenie procedury łączeniowej należą bowiem niemal całkowicie do zarządów łączących się spółek. Akcjonariusze głosują tylko za uchwałą łączeniową lub przeciw niej, a jej treść jest uprzednio przygotowana w oparciu o plan połączenia. Zważywszy na powyżej wskazane typowe interesy akcjonariuszy mniejszościowych, najistotniejszym elementem planu połączenia z punktu widzenia akcjonariuszy

szościowych. Ta z kolei jest konsekwencją zagrożenia, jakie dla akcjonariuszy mniejszościowych niesie za sobą inna, fundamentalna dla nowoczesnego prawa spółek zasada-wzorzec, a mianowicie zasada większości”.

⁶ D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2007, s. 11.

⁷ J. Okolski, D. Wajda, *Zasada rządów większości i ochrona akcjonariuszy mniejszościowych wobec pojęcia „interesu spółki akcyjnej”*, PPH nr 6/2005, s. 750.

mniejszościowych jest parytet wymiany akcji łączących się spółek, na którego ustalenie nie mają wpływu, ponieważ kompetencja w tym zakresie, jak zaznaczono, należy do zarządów łączących się spółek. Parytet wymiany akcji oznacza liczbę akcji, które akcjonariusz spółki przejmowanej lub łączącej się przez zawiązanie nowej spółki otrzyma w kapitale spółki przejmującej lub nowo zawiązanej. Wynika on z ustalonej dla potrzeb parytetu wartości akcji łączących się spółek. Wysoka wartość akcji spółki przejmowanej oznacza większy udział w kapitale zakładowym spółki przejmującej, a w konsekwencji – większy zysk dla akcjonariusza (interes akcjonariusza).

Przepisy tytułu IV, działu I k.s.h., tj. art. od 491 k.s.h. do 516 k.s.h., normujące procedurę łączenia się spółek kapitałowych, nie przewidują żadnych szczególnych instrumentów zabezpieczenia realizacji praw, a poprzez to interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Normy zawarte we wskazanych przepisach, służące ochronie praw akcjonariuszy w procesie łączenia się spółek, nie różnicują statusu akcjonariusza i przysługują każdemu akcjonariuszowi, niezależnie od jego statusu w spółce, kategorii bądź grupy wyróżnionej, z uwagi na różne kryteria możliwego podziału akcjonariuszy. Są to przede wszystkim normy zawarte w art. 505 k.s.h., obejmującym prawo do informacji, w art. 509 k.s.h., uprawniającym akcjonariuszy do skarżenia uchwały łączeniowej oraz wystąpienia z powództwem odszkodowawczym przeciwko spółce, w art. 512 k.s.h., ustanawiającym odpowiedzialność cywilną członków władz spółek oraz w art. 513 k.s.h., wprowadzającym odpowiedzialność cywilną biegłego.

Mając na względzie przyjęte w niniejszej pracy założenia wyjściowe co do konfliktu interesów na tle parytetu wymiany akcji i definicję akcjonariusza mniejszościowego, zgodnie z którą w postępowaniu łączeniowym ma on istotnie ograniczoną rolę tak na etapie przygotowawczym, jak i decyzyjnym, sprowadzoną w rzeczywistości do konieczności „przyjęcia woli większości” wyrażonej uchwałą łączeniową, omówienie uprawnień akcjonariuszy w odniesieniu do tej właśnie ich kategorii ma istotne znaczenie nie tylko teoretyczne, ale i praktyczne. Wartość teoretyczna analizy dogmatyczno-prawnej uprawnień akcjonariuszy mniejszościowych w procesie łączenia pozwoli na jednoznaczne ustalenie treści i zakresu norm zawartych w wyżej wymienionych przepisach. Przełoży się to w ocenie autorki na zastosowanie praktyczne omawianych przepisów, bowiem wskazać należy, że prawo do skarżenia uchwał i skorelowane z nim prawo do informacji są instrumentami używanymi najczęściej właśnie przez akcjonariuszy mniejszościowych. Często jednak stawia się wobec nich zarzut nadużywania tych praw, podnosząc kwestię, iż stanowią one instrument szantażu korporacyjnego wobec spółki. Ze względu na wagę instytucji łączenia się spółek kapitałowych, czyli skutki prawne i ekonomiczne łączenia się spółek, w tym ponoszone przez nie znaczne koszty przeprowadzenia procedury łączeniowej, ustalenie jednoznacznej i spójnej

treści norm zawartych w wyżej wymienionych przepisach pozwoli wyeliminować ryzyko używania instrumentów ochrony praw mniejszości jako formy szantażu wobec spółki, przy jednoczesnym zapewnieniu należytej ochrony praw (interesów) mniejszości kapitałowej w istotnych dla niej procesach łączeniowych.

Jednym z głównych filarów ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych jest powództwo o stwierdzenie nieważności lub uchylenie uchwały⁸. Prawo do zaskarżenia uchwały łączeniowej przysługuje akcjonariuszom łączących się spółek z mocy art. 509 k.s.h. Jednakże przepis ten wyłącza możliwość podnoszenia wobec uchwały łączeniowej zastrzeżeń dotyczących parytetu wymiany akcji. W tym zakresie – zarzutów dotyczących ustalonego parytetu wymiany akcji – ustawodawca odsyła akcjonariusza na drogę postępowania odszkodowawczego na zasadach ogólnych. Zestawienie wskazanej regulacji z pozostałymi normami k.s.h. pozostającymi w związku z parytetem wymiany akcji (art. 499 § 1 pkt 2 oraz § 2 pkt 3 i 4 k.s.h.), prawami akcjonariuszy w toku procedury łączeniowej (art. 505 § 1 pkt 3 k.s.h. prawo do informacji, art. 506 § 1 i 4 k.s.h. prawo głosu), rolą biegłego sądowego (art. 502 i 503 k.s.h) i kompetencją sądu rejestrowego (art. 500 k.s.h.) stawia jednak pod znakiem zapytania możliwość skutecznego dochodzenia odszkodowania przez poszkodowanego akcjonariusza mniejszościowego, co stanowi zasadniczy przedmiot analizy i weryfikacji w ramach niniejszego opracowania.

Odpowiedzialność odszkodowawcza spółki wobec akcjonariusza dochodzącego naprawienia szkody będącej następstwem wadliwie (nieprawidłowo) ustalonego parytetu wymiany akcji jak dotąd w ogóle nie została poddana systemowemu omówieniu w polskim piśmiennictwie. Większość publikacji dotyka omawianej normy fragmentarycznie lub powierzchownie, albo obejmując w sposób ogólny całość problematyki odpowiedzialności cywilnoprawnej w spółkach⁹, albo podejmując problematykę łączenia się spółek kapitałowych jako jednego z możliwych procesów restrukturyzacyjnych spółek¹⁰. Nieliczni

⁸ W. Katner, *Prawa mniejszości...*, s. 23–24, który wskazuje, że możliwość uchylenia lub stwierdzenia nieważności uchwały walnego zgromadzenia stanowi wyłom w zasadzie pewności prawa w imię zasady mniejszości. Podobnie D. Wajda, *Obowiązek...*, s. 11; M. Tajer, *Obowiązek lojalności akcjonariuszy*, Pr. Sp 4/2011 z 01.04.2011 r. s. 23 oraz A. Opolski (w:) S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych*, System Prawa Prywatnego, t. 17b, Warszawa 2010 s. 376. Przywołani autorzy twierdzą, że instrumenty prawne będące wyrazem zasady lojalności (prawo zaskarżania uchwał) w spółce kapitałowej służą ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych w związku z obowiązującą w spółce akcyjnej zasadą rządów większości i równego traktowania akcjonariuszy.

⁹ T. Siemiątkowski, *Odpowiedzialność cywilnoprawna w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2007.

¹⁰ A. Witosz, *Łączenie się i podział spółek w Kodeksie spółek handlowych*, Bydgoszcz 2002; A. Witosz, *Łączenie, podział i przekształcanie spółek handlowych*, Biblioteka Prawa Spółek. Tom IV,

autorzy¹¹ dostrzegli niespójność normatywną niektórych przepisów prawnych dotyczących łączenia się spółek kapitałowych, będących przedmiotem niniejszego opracowania. Jednakże podnoszone przez nich wątpliwości obejmują tylko niektóre aspekty norm omawianych w niniejszej pracy, sprowadzając się do kwestii prawidłowej ich wykładni bez pogłębionej analizy systemowej. Na tle wskazanych regulacji orzecznictwo Sądu Najwyższego jest ubogie (zaledwie dwa orzeczenia) i dotyczy w zasadzie tylko wyłączenia możliwości skazania uchwały łączeniowej z uwagi na zastrzeżenia dotyczące parytetu wymiany akcji¹².

Nadto należy wskazać, że wskazane powyżej unormowania tytułu IV, działu I k.s.h., będące przedmiotem niniejszego opracowania, obowiązują od 2001 r. i nie występowały w poprzednio obowiązującej regulacji prawa spółek, tj. w Kodeksie handlowym¹³. W konsekwencji poglądy doktryny prawa¹⁴

red. A. Kidyba, Warszawa 2007; A. Witosz, *Wspólnik i akcjonariusz w procesach restrukturyzacyjnych spółek handlowych*, Bydgoszcz-Katowice 2005; M. Borkowski, *Łączenie się spółek akcyjnych*, Warszawa 2001; Z. Majkut, *Łączenie się, podział i przekształcanie spółek prawa handlowego. Studium prawne, ekonomiczne i edukacyjne*, Toruń 2007; A. Szumański, *Łączenie się spółek w świetle kodeksu spółek handlowych*, Pr. Sp 2001, nr 3 s. 13–26; M. Rodzynkiewicz, *Łączenie się spółek. Komentarz*, Warszawa 2003.

¹¹ Zob. R.L. Kwaśnicki, *Faza menedżerska łączenia się spółek kapitałowych*, RP 2003/1, s. 43. Autor ten podejmuje problematykę wykładni norm zawartych w przepisach art. 499 § 2 pkt 3 i 4 k.s.h., wskazując, że językowego znaczenia art. 499 § 2 pkt 3 k.s.h. nie daje się pogodzić z funkcjonalną wykładnią rzeczowego przepisu, według której dokumenty wymienione w art. 499 § 2 pkt 3 i pkt 4 k.s.h. stanowić powinny podstawę ustalenia parytetu wymiany akcji. Podobne stanowisko zajmuje również M. Rodzynkiewicz (w:) M. Rodzynkiewicz, *Łączenie się spółek. Komentarz*, Warszawa 2003. Przy czym obydwaj autorzy nie łączą kwestii wykładni wskazanych norm z pozostałymi uprawnieniami akcjonariuszy w ramach łączenia się spółek, a przede wszystkim nie wyprawdzają z tak przyjmowanej wykładni wniosków co do zastosowania art. 509 k.s.h. w kontekście roszczenia odszkodowawczego akcjonariusza przeciwko spółce.

¹² Wyrok SN z 7.12.2012 r., II CSK 77/12, Lex nr 1274960 oraz z 21.12.2012 r., V CSK 9/12, Lex nr 1311859.

¹³ Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z 27.06.1934 r. Kodeks Handlowy (Dz.U. z 1934 r. Nr 57, poz. 502).

¹⁴ Podstawę ewentualnej odpowiedzialności odszkodowawczej upatrywano w normie zawartej w art. 475 Kodeksu handlowego, sankcjonującej obowiązek naprawienia szkody powstałej w wyniku naruszenia obowiązków informacyjnych przy wydawaniu akcji, obligacji lub innych tytułach uczestnictwa w zysku. Jako przykład takiego naruszenia przywoływano „zatajenie w bilansach połączeniowych spółek akcyjnych niektórych jej długów i podanie innych nieprawdziwych informacji, powodujących zawyżenie w bilansie wartości majątków”, tak zob. M. Wiśniewska, *Cywilnoprawna odpowiedzialność członków zarządu spółek kapitałowych*, Kraków 1999, s. 122 i in. (w:) P. Błaszczyk, *Odpowiedzialność cywilna osób działających za spółkę handlową w procesie jej łączenia się, podziału i przekształcania*, Warszawa 2011, s. 18–19.

i orzecznictwa znajdują niewielkie zastosowanie do nowej regulacji, zwłaszcza zaś do norm określających prawa akcjonariusza w procesie łączenia się spółek w kontekście podstaw ustalenia parytetu wymiany akcji i związanej z tym ewentualnej odpowiedzialności odszkodowawczej spółki wobec akcjonariuszy z tytułu nieprawidłowo ustalonego parytetu wymiany akcji.

Jednocześnie jednak praktyka funkcjonowania spółek w kontekście omawianych regulacji sygnalizuje problemy właśnie na tle unormowań zawartych w przedmiotowych przepisach, których niejednoznaczność oraz niespójność systemowa i aksjologiczna zaostrzają konflikty interesów między akcjonariuszami mniejszościowymi a większościami, stając się instrumentem szantażu w rękach jednych lub drugich.

Normy prawne wynikające z art. 499 § 1 pkt 2 oraz § 2 pkt 3 i 4 k.s.h. w związku z art. 505 § 1 pkt 3 k.s.h. w kontekście ich znaczenia dla realizacji prawa akcjonariusza do dochodzenia odszkodowania, o którym mowa w art. 509 § 3 k.s.h., będące zasadniczym przedmiotem analizy w tym opracowaniu, stanowią *novum* w stosunku do poprzednio obowiązującej regulacji Kodeksu handlowego. Nowatorski charakter przyjętego rozwiązania polega na ustanowieniu odpowiedzialności cywilnoprawnej spółki wobec akcjonariuszy w ramach reżimu deliktowego na zasadach ogólnych, tzn. bezpośrednio w oparciu o unormowania Kodeksu cywilnego, bez określenia specyficznych dla stosunków handlowych przesłanek tej odpowiedzialności, tak jak to czyni Kodeks spółek handlowych w odniesieniu do poszczególnych przypadków normatywnych odpowiedzialności cywilnej w spółkach kapitałowych regulowanych normami zawartymi w przepisach od art. 291 k.s.h. do 300 k.s.h. (spółka z o.o.) i od art. 471 do art. 490 k.s.h. (spółka akcyjna). Odpowiedzialność odszkodowawcza spółki wobec akcjonariuszy, o której mowa w art. 509 § 3 k.s.h., wykracza poza pozostałe przypadki normatywne odpowiedzialności cywilnej regulowane w Kodeksie spółek handlowych o ściśle określonych zakresach podmiotowych i przedmiotowych. Oczywiście na podstawie art. 2 k.s.h., wyrażającego zasadę jedności prawa cywilnego w zakresie nieuregulowanym dla wyżej wymienionych przypadków odpowiedzialności cywilnej, zastosowanie mają przepisy Kodeksu cywilnego, a zatem normy określające ogólne i konieczne przesłanki dochodzenia roszczeń danego typu. Podobnie z mocy art. 300 k.s.h. i art. 491 k.s.h. wskazane przypadki normatywne nie ograniczają praw akcjonariuszy do dochodzenia naprawienia szkody na zasadach ogólnych. Niemniej jednak ich odrębne uregulowanie w Kodeksie spółek handlowych poprzez precyzyjne określenie faktów prawotwórczych (zdarzeń szkodzących) oraz zakresu przedmiotowego i podmiotowego odpowiedzialności odszkodowawczej w każdym normowanym przypadku w sposób nawiązujący do specyfiki działalności spółek kapitałowych ułatwia wykazanie przesłanek poszczególnych roszczeń, a w konsekwencji ich skuteczne dochodzenie przed sądem.

W przypadku normy sformułowanej w art. 509 § 3 k.s.h., wobec braku spójności i jednoznaczności w zakresie wskazania, a następnie ustalenia znaczenia norm odnoszących się do parytetu wymiany akcji, przy równoległym odesłaniu do zasad ogólnych dotyczących szkody, utrudnione jest w znacznym stopniu wykazanie przesłanek omawianego roszczenia odszkodowawczego.

W zakresie analizy uprawnień akcjonariuszy wprowadzonych w art. 509 § 3 k.s.h. niezmiernie istotne znaczenie będzie miało zdefiniowane przyczyn wyłączenia przez ustawodawcę możliwości „skarżenia” parytetu wymiany akcji w trybie zaskarżenia uchwały łączeniowej.

Prowadzone w pracy rozważania obejmują również analizę norm pozostających w związku z dochodzeniem odszkodowania na podstawie art. 509 § 3 k.s.h. Przede wszystkim wyjaśnienia wymaga treść i znaczenie norm zawartych w art. 499 § 2 pkt 3 i 4 k.s.h., określających rodzaje dokumentów, które należy dołączyć do planu połączenia, a które – według niektórych przedstawicieli doktryny prawa¹⁵ – stanowią podstawę ustalenia parytetu wymiany akcji. Przyjęcie takiej wykładni odnośnych norm wpływa na zakres uprawnień informacyjnych akcjonariuszy określonych w art. 505 k.s.h., których prawidłowa realizacja odgrywa dużą rolę w ustaleniu ewentualnej szkody akcjonariusza wynikającej z nieprawidłowo ustalonego parytetu wymiany akcji. Ponadto precyzyjnego określenia wymaga rola biegłego sądowego w postępowaniu łączeniowym, opiniującego dla sądu rejestrowego parytet wymiany akcji (art. 502 i 503 k.s.h.). Wprowadzenie kontroli parytetu wymiany akcji przez biegłego i sąd rejestrowy niewątpliwie ma związek z wyłączeniem przez ustawodawcę możliwości kwestionowania parytetu wymiany akcji w trybie skarżenia uchwały łączeniowej (509 § 3 k.s.h.). Istotnym zagadnieniem systemowym z punktu widzenia skuteczności instrumentów ochronnych dla mniejszości jest również analiza normy zawartej w art. 497 k.s.h., zgodnie z którą połączenie nie może być uchylone po upływie 6 miesięcy od dnia połączenia.

Poza wskazanymi zagadnieniami prowadzone rozważania zostały skoncentrowane na analizie przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej spółki wobec akcjonariusza z tytułu nieprawidłowo lub nierzetelnie ustalonego parytetu wymiany akcji (art. 509 § 3 k.s.h.) oraz porównaniu przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej innych podmiotów w ramach podstaw normatywnych możliwych do zastosowania w ramach instytucji łączenia się spółek (art. 512 k.s.h. i 513 k.s.h.). Podjęte zostały także pewne problemy proceduralne wynikające z kompetencji sądu rejestrowego oraz zagadnienia związane

¹⁵ M. Rodzyńkiewicz, *Łączenie się spółek. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 110; M. Borowski, *Łączenie się spółek akcyjnych*, Warszawa 2001, s. 35–36; R.L. Kwaśnicki, *Faza menedżerska łączenia się spółek kapitałowych*, RP 2003/1, s. 43.

z realizacją uprawnień informacyjnych akcjonariuszy normowanych w art. 428 i 429 k.s.h., rzutujące na możliwość wykazania przesłanek roszczenia odszkodowawczego, jak również z innymi możliwymi do zastosowania instrumentami ochrony praw mniejszości kapitałowej dotyczącymi ewentualnego ryzyka nieprawidłowości w ustaleniu parytetu wymiany akcji, takimi jak np.: wykup akcji, skarżenie postanowienia o wpisie połączenia oraz zabezpieczenie powództwa o stwierdzenie nieważności lub uchylenie uchwały łączeniowej przez zawieszenie postępowania rejestrowego o wpis.

Natomiast poza zakresem tego opracowania pozostają zagadnienia związane z odpowiedzialnością odszkodowawczą za rozpowszechnianie fałszywych danych na podstawie art. 484 k.s.h., który to przepis mógłby stanowić uzupełniającą podstawę odpowiedzialności odszkodowawczej wobec akcjonariusza z tytułu nieprawidłowo ustalonego parytetu wymiany akcji. Wskazana podstawa odpowiedzialności w zakresie przedmiotowym, w jakim mogłaby mieć zastosowanie do wykazania szkody, jest węższa aniżeli ogólna zasada odpowiedzialności odszkodowawczej, do której odsyła art. 509 § 3 k.s.h. Poza zakresem omówienia niniejszej pracy pozostają również inne ewentualne lub uzupełniające podstawy normatywne dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez akcjonariuszy, w tym także wynikające z innych aktów normatywnych. Konsekwentnie nie stanowią przedmiotu poniższego opracowania wszelkie podstawy prawne pozaustawowe, takie jak umowy czy inne formy porozumień między spółką a akcjonariuszami.

Zasadniczym celem pracy jest uzasadnienie i wyjaśnienie znaczenia norm zawartych w art. 499 § 2 pkt 3 i 4 k.s.h., z których, wedle autorki niniejszej pracy, nie wynika obowiązek załączania do planu połączenia dokumentów stanowiących podstawę ustalenia parytetu wymiany akcji łączących się spółek. W konsekwencji zakres uprawnień informacyjnych akcjonariuszy w kontekście podstaw ustalenia parytetu wymiany akcji jest istotnie ograniczony, i to nie tylko wobec braku obowiązku udostępniania takich dokumentów, ale także wobec możliwości odmowy ich udostępnienia z powołaniem się na tajemnicę przedsiębiorstwa, na podstawie art. 428 § 2 k.s.h. Z kolei brak dostępu do dokumentów i danych, które stanowiły podstawę ustalenia parytetu wymiany akcji, przy jednoczesnej aprobującej rzeczony parytet opinii biegłego i wpisie połączenia do rejestru przez sąd rejestrowy, stawia pod znakiem zapytania możliwość wykazania przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej spółki wobec akcjonariusza z tytułu nieprawidłowo ustalonego parytetu wymiany akcji. Kwestia skuteczności omawianego w pracy instrumentu prawnego ma istotne znaczenie przede wszystkim dla akcjonariuszy mniejszościowych, którzy w przypadku nieprawidłowości ustalonego parytetu wymiany akcji narażeni są na realną szkodę przejawiającą się w tzw. rozwodnieniu w spółce przejmującej. Brak efektywnych środków ochrony

praw mniejszości skutkuje, jak zaznaczono na wstępie, „zniechęceniem” potencjalnych inwestorów, którzy będą woleli ulokować środki w spółkach regulowanych prawem dającym im większe gwarancje bezpieczeństwa prawnego dokonanych inwestycji.

Wszystkie wskazane w niniejszej pracy kwestie mają doniosłe znaczenie nie tylko dla praktyki stosowania analizowanych przepisów, ale też rodzą określone skutki ekonomiczno-gospodarcze. Problematyka właściwej ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych odgrywa istotną rolę w funkcjonowaniu i rozwoju rynku kapitałowego. Skuteczne instrumenty prawne służące zabezpieczeniu interesów akcjonariuszy mniejszościowych wpływają korzystnie na zainteresowanie tych inwestorów nabywaniem akcji polskich spółek¹⁶, pozwalając na eliminację występującego obecnie negatywnie ocenianego zjawiska szantażu korporacyjnego. Reasumując, pozytywna weryfikacja postawionej w niniejszej pracy tezy w kontekście przyjętych założeń aksjologicznych co do oczekiwanych, dodatnio ocenianych efektów ekonomiczno-gospodarczych rodzić będzie określone postulaty *de lege ferenda*.

W opracowaniu wykorzystano przede wszystkim metodę dogmatyczno-prawną¹⁷ oraz metodę prawno-porównawczą. Wyprowadzone wnioski oparto na analizie i wykładni przepisów prawnych, dorobku polskiej doktryny i orzecznictwie sądowym. W zdecydowanie mniejszym stopniu odwoływano się do metody historycznej i empirycznej, a to z uwagi na krótki okres obowiązywania omawianych w pracy norm oraz brak jego odpowiedników w poprzednich regulacjach prawnych z zakresu prawa handlowego, tj. w Kodeksie handlowym. Natomiast duże znaczenie dla prowadzonych badań, wyprowadzanych wniosków, a także formułowanych dyrektyw celowościowych miała analiza prawno-porównawcza prawa polskiego i prawa amerykańskiego, a dokładnie prawa spółek stanu Delaware. Pomimo występujących pomiędzy spółkami akcyjnymi prawa kontynentalnego i *common law* odmienności struktury organizacji, nadzoru korporacyjnego,

¹⁶ Zob. K. Pistor, *Patterns of legal change: shareholders and creditor rights in transition economies*, *European Business Organization Law Review* 2000, nr 1, s. 59–108, s. 62–63 – przywołana autorka twierdzi na podstawie przeprowadzonych badań, że struktura kapitałowa spółek oraz rozwój rynku kapitałowego związane są z poziomem ochrony prawnej akcjonariuszy. W krajach charakteryzujących się silną ochroną praw akcjonariuszy inwestorzy nabywają bez obaw pakiety mniejszościowe. W konsekwencji spółki mają rozproszony akcjonariat, a rynek kapitałowy jest płynny w znaczeniu częstej zmienności akcjonariuszy. Przeciwnie stanowią natomiast kraje, w których prawa akcjonariuszy nie są dobrze chronione. Wówczas akcjonariusze niejako kompensują sobie ów brak należytej ochrony, nabywając pakiety większościowe, co z kolei prowadzi do wysokiego poziomu koncentracji kapitału w rękach pojedynczych akcjonariuszy i tworzenia się struktur z dominującym akcjonariuszem.

¹⁷ Z. Ziemiński, *Metodologiczne zagadnienia prawoznawstwa*, Warszawa 1974.

a poprzez to funkcjonowania, wynikających z odrębnych wyjściowych założeń aksjologicznych, które zostaną w opracowaniu przedstawione, sposób uregulowania kwestii ochrony mniejszości kapitałowej w kontekście parytetu wymiany akcji w procesie łączenia się spółek może posłużyć instrumentalnie jako model odpowiedniej zmiany *de lege ferenda* polskich regulacji prawnych analizowanych w niniejszym opracowaniu. Występujące w amerykańskim prawie spółek prawo akcjonariuszy zgłoszenia żądania ustalenia słusznej wartości akcji (*appraisal rights*), poprzedzające podjęcie uchwały łączeniowej, eliminuje ryzyko szantaży korporacyjnych, a także późniejszych, po podjęciu uchwały, prób podważenia dokonanego połączenia ze strony akcjonariuszy mniejszościowych.

Należy przy tym nadmienić, że generalnie w prawie amerykańskim nie istnieje jedna ponadstandardowa regulacja prawa handlowego, a w szczególności prawa spółek. Niemniej jednak wskazana procedura ustalania słusznej wartości akcji występuje w większości stanowych regulacji prawa spółek. Za wyborem regulacji obowiązujących w stanie Delaware przemawiało kilka argumentów. 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 dodatkowo jest najmniej restrykcyjne dla przedsiębiorców¹⁸. Więcej niż połowa największych amerykańskich spółek jest zarejestrowana w stanie Delaware¹⁹. Z tego też powodu orzecznictwo sądów stanu Delaware jest największe, najbardziej rozwinięte i najczęściej cytowane w sprawach spółek akcyjnych. Sądy stanu Delaware wypracowały liczne zasady i rozwiązania prawne w najważniejszych kwestiach dotyczących prawa spółek²⁰. 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 dorównuje stanowi Delaware w sprawnej adaptacji prawa spółek do zmieniających się okoliczności oraz w wiarygodności, niezawodności i przewidywalności bardzo dobrze rozwiniętego prawa precedensowego²¹. Działalność wielu

¹⁸ 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 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*; jesień 2006, vol. 32, z. 1, s. 2.

¹⁹ 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.

²⁰ *Ibid.*

²¹ Ch.R.T. O'Kelly, R.B. Thompson, *Corporations and Other Business...*, s. 162.

spółek pod jurysdykcją prawa stanu Delaware skutkuje szybkim rozwojem praktyki związanej z prawem spółek, znajdującej wyraz w orzecznictwie sądowym, stanowiącym w prawie amerykańskim źródło obowiązującego prawa. Orzecznictwo odzwierciedla przy tym, z uwagi na panującą w prawie amerykańskim metodę stosowania prawa²², najbardziej efektywne ekonomiczno-społecznie normy postępowania dostosowane do współczesnych warunków gospodarowania. Za wyborem prawa amerykańskiego jako modelu porównawczego przemawiał również fakt, że omawiane w ramach niniejszego opracowania regulacje prawne zawarte w Kodeksie spółek handlowych oparte są Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 kwietnia 2011 r.²³, której normy zostały zaimplementowane we wszystkich państwach członkowskich Unii Europejskiej. Implementacja nie oznacza identyczności rozwiązań prawnych przyjętych na podstawie dyrektywy łączeniowej w poszczególnych państwach członkowskich, ale skutkuje jednolitością koncepcji i celów ustawodawczych, które dyrektywa łączeniowa określiła.

²² 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 winna być skuteczność i adekwatność. W konsekwencji szybkich zmian układów społecznych prawo również musi być nieustannie zmieniane i dostosowywane do aktualnych relacji i wartości społecznych, zob. J. Stelmach, B. Brożek, *Metody prawnicze*, Kraków 2006, s. 17.

²³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/35/UE z 5.04.2011 r. dotycząca łączenia się spółek akcyjnych (Dz.Urz. UE. L 110 z 2011 r., s. 1).