

ROBERT MUNDHEIM, STANISŁAW SOŁTYSIŃSKI

## STRUKTURA WŁADZY I ODPOWIEDZIALNOŚCI ZARZĄDU W KORPORACJACH AMERYKAŃSKICH\*

### I. WPROWADZENIE

Niniejszy artykuł poświęcony jest opisowi kompetencji organów w amerykańskich korporacjach oraz zewnętrznej kontroli procesu emitowania akcji sprawowanej przez federalną Komisję Obrotu Papierami Wartościowymi (The Securities and Exchange Commission). Jednym z głównych zadań prawa o spółkach jest podział władzy między udziałowców (akcjonariuszy), członków zarządu i innych organów korporacji<sup>1</sup>. Istotną zaletą spółki handlowej, a zwłaszcza spółki akcyjnej, jest możliwość gromadzenia poważnych kapitałów umożliwiających podejmowanie działalności ekonomicznej na większą skalę. Utworzenie takiej osoby prawnej zapewnia jej nieograniczoną w czasie egzystencję. Inaczej niż własność indywidualna przedsiębiorcy lub spółki bez osobowości prawnej, amerykańskie spółki handlowe (business corporations) mogą nadal istnieć po śmierci jedyne go właściciela lub w razie ustąpienia akcjonariuszy-założycieli. Ponadto, podobnie jak w przypadku kontynentalnych spółek handlowych wyposażonych w osobowość prawną, powołanie do życia korporacji ogranicza odpowiedzialność wspólników do wartości ich udziałów. Jeśli firma taka zbankrutuje, to udziałowcy nie ponoszą osobistej odpowiedzialności za jej długi ze swego majątku. Indywidualny

\* Artykuł został przygotowany przez obydwu autorów na bazie wykładu wygłoszonego przez prof. R. H. Mundheima na Wydziale Prawa i Administracji UAM w dniu 27 VII 1988 r. R. Mundheim jest dziekanem University of Pennsylvania Law School oraz profesorem prawa i finansów na tej uczelni. W czasie kadencji prezydenta Cartera pełnił urząd generalnego radcy Ministerstwa Skarbu. Obecnie pełni m.in. funkcję członka American Law Institute.

<sup>1</sup> Terminu „korporacja” używamy zamiennie obok określenia „spółka”. W amerykańskim języku prawniczym termin „corporation” oznacza osobę prawną utworzoną najczęściej przez więcej niż jedną osobę wyposażoną w zdolność prawną w granicach przewidzianych przez prawo miejsca jej utworzenia. Pojęcie „korporacja” nie obejmuje natomiast ułomnych osób prawnych ani spółek prawa cywilnego. Artykuł traktuje niemal wyłącznie o korporacjach kapitałowych (stock corporations), będących bliskimi odpowiednikami polskich spółek akcyjnych.

właściciel przedsiębiorstwa prowadzonego w jego imieniu lub tzw. generalny udziałowiec w spółce nie posiadającej osobowości prawnej (partnership)<sup>2</sup> ponosi natomiast odpowiedzialność osobistą.

Status korporacyjny zakłada centralizację funkcji zarządzania spółką. Kapitał zgromadzony przez korporację może pochodzić od znacznej liczby interesantów, lecz kontrola codziennych operacji firmy jest powierzona małej grupie osób. W konsekwencji jedną z charakterystycznych cech tak wielkich współczesnych korporacji, jak IBM czy GENERALS MOTORS, jest separacja własności od kontroli przedsiębiorstwa. Pozbawienie większości właścicieli prawa zarządzania postawiło przed ustawodawcą problem, jak prawo o spółkach handlowych powinno zabezpieczać akcjonariuszy i interes społeczny przed nadużyciem władzy przez wyposażonych w szerokie kompetencje członków zarządu korporacji?

## II. STANOWE USTAWODAWSTWO O SPÓŁKACH HANDLOWYCH

Stany Zjednoczone Ameryki składają się z 50 stanów, z których każdy posiada swoją władzę wykonawczą, ustawodawczą i sądowniczą i samodzielnie chroniących swe kompetencje nadane im przez Konstytucję. Wiele dziedzin życia stanowi domenę niemal wyłącznej kompetencji ustawodawczej stanów. Prawodawstwo stanowe reguluje m.in. powstanie i wewnętrzne stosunki spółek handlowych (np. stosunki między akcjonariuszami, udziałowcami a zarządem korporacji itd.). Zgodnie z amerykańskimi zasadami prawa kolizyjnego, tzw. status osobowy spółki podlega prawu tego stanu, w którym korporacja ta została utworzona<sup>3</sup>. Ów macierzysty stan jest zainteresowany, aby spółki powstałe na jego obszarze podlegały lokalnej jurysdykcji ustawodawczej i procesowej. Stan, w którym spółka została inkorporowana, tzn. zarejestrowana zgodnie z wymogami miejscowego prawa, nakłada na nią opłaty rejestracyjne i specjalny podatek inkorporacyjny (franchise tax). Również miejscowa

<sup>2</sup> Określenie „partnership”, tłumaczone jako „spółka bez osobowości prawnej”, ma znacznie bogatszą treść niż polski termin „spółka cywilna”. Większość spółek amerykańskich ma podobny charakter, jak polska spółka cywilna. Istnieją jednak także takie jej odmiany, które mają różne atrybuty osobowości prawnej, np. „limited partnership” pełni podobną funkcję, jak spółka komandytowa. Tak zwany generalny udziałowiec (general partner) zarządza spółką i odpowiada za długi swym majątkiem bez ograniczeń, natomiast zwykli udziałowcy, wnoszący do spółki kapitał, odpowiadają wobec osób trzecich tylko do wartości wniesionych udziałów. Spółka ta jednak nie posiada pełnej osobowości prawnej.

<sup>3</sup> 1 Restatement (second) of Conflict of Laws, Section 302. Zdaniem Sądu Najwyższego wolny rynek wymaga, aby poza bardzo wyjątkowymi sytuacjami korporacja podlegała „prawu jednego systemu prawnego, którym jest tradycyjnie prawo korporacyjne stanu jej utworzenia”; *CTS Corps, v. Dynamics Corps, of America*, 481 U.S. 69.

izba adwokacka jest zainteresowana świadczeniem usług prawniczych związanych z procesem inkorporacji, późniejszymi przekształceniami spółki, procesami, w których tutejsze spółki są stronami sporów itp. Z tych właśnie względów poszczególne stany konkurują między sobą, aby stać się miejscem inkorporacji jak największej liczby nowych spółek. Tak np. Delaware, chociaż jest najmniejszym stanem pod względem wielkości terytorium, jest miejscem domicylu największych amerykańskich korporacji. Ma on świetnie rozwinięte ustawodawstwo handlowe, doskonałych adwokatów specjalizujących się w dziedzinie prawa o spółkach oraz doświadczonych sędziów, którzy znają zarówno literę prawa, jak i problematykę gospodarczą.

Dla nikogo nie może stanowić niespodzianki, że w opisanym wyżej środowisku socjo-ekonomicznym prawodawstwo handlowe jest z natury rzeczy bardzo liberalne i obliczone na ułatwianie podejmowania działalności gospodarczej. Ustawy o spółkach umożliwiają łatwość ich zakładania. Najczęściej wystarczy zawrzeć umowę o powołaniu korporacji i zarejestrować ją wraz z kilkoma załącznikami w urzędzie sekretarza stanu miejsca inkorporacji firmy. Spółki korzystają z szerokiej autonomii, a ich organa zarządzające nie są krępowane nadmierną liczbą ograniczeń w zakresie sposobu kierowania przedsiębiorstwem<sup>4</sup>. Wyjąwszy kilka nielicznych dziedzin, jak np. telekomunikacja, banki, przemysł obronny czy przewóz lotniczy, nawet inwestorzy zagraniczni mogą podejmować działalność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych jedynie pod warunkiem dopełnienia wspomnianych czynności rejestrowych i bez potrzeby uzyskiwania koncesji rządowych na utworzenie spółki.

Liberalizm ustaw stanowych nie oznacza, że nie chronią one jednocześnie inwestorów. Obok prawodawstwa regulującego spółki niektóre stany uchwały specjalne ustawy dotyczące obrotu papierami wartościowymi, które dotyczą w pierwszym rzędzie gwarancji na rzecz nabywców akcji. Na straży przestrzegania postanowień tzw. ustaw „niebieskich przestworzy” (Blue Sky laws) stoją urzędy stanowe utworzone w celu ochrony interesów nabywcy akcji i innych papierów wartościowych emitowanych przez zarządy spółek<sup>5</sup>. Ponadto legislatorzy stanowi muszą uwzględniać do pewnego stopnia możliwość interwencji władz federalnych na wypadek, gdy lokalne prawo korporacyjne pomija zupełnie problem ochrony akcjonariuszy (udziałowców)<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Por. szerzej W. Gary, *Federalism and Corporate Law: Reflections on Delaware*, Yale Law Journal 1974, t. 83, s. 663 i n.

<sup>5</sup> W sumie 36 stanów i dystrykt Columbia uchwały z pewnymi modyfikacjami wzorcową jednolitą ustawę o papierach wartościowych opracowaną przez prof. L. Lossa z Harwarde por. szerzej J. Long, *Blue Sky Law*, 1988.

<sup>6</sup> W latach siedemdziesiątych poparcie w Kongresie uzyskał projekt ustawy federalnej regulującej pewne aspekty zarządzania korporacjami; por. W. Cary, *Federalism and Corporate Law*.

Jednakże prawo stanowe przyjmuje zasadę, w myśl której ochrona poszczególnych grup mających interes finansowy związany ze spółką powinna być przedmiotem negocjacji między zainteresowanymi stronami. Swoboda działań zarządu może być więc ograniczona w drodze umowy np. w przedmiocie wypłacania dividend, zaciągania zobowiązań w imieniu spółki lub podejmowania określonych ryzyk handlowych. Podobne postanowienia ograniczające kompetencje zarządu mogą być także zamieszczone w statucie spółki w interesie wszystkich lub tylko posiadaczy akcji uprzywilejowanych (preferred stock).

Ustawy stanowe przyznają wspólnikom pewien margines ochrony przeciwko nadużyciom kompetencji przez zarząd korporacji. Typowym obowiązkiem nakładanym *ex lege* na członków zarządu jest obowiązek staranności (*duty of care*)<sup>7</sup>. Nie ma to jednak na celu ochrony spółki przed podejmowaniem ryzykownych, lecz podjętych w dobrej wierze decyzji gospodarczych. Ponadto ustawy stanowe obarczają członków zarządu obowiązkiem lojalności wobec spółki. W razie konfliktu interesów członek zarządu nie może przedkładać własnego dobra ponad interes spółki ani wykorzystać jej mienia dla swych prywatnych korzyści. Na przykład, jeśli członek zarządu wynajmie nieruchomości spółce, musi dowieść, że wysokość czynszu pobieranego od korporacji odpowiada rozsądnej cenie rynkowej albo została wynegocjowana przez niezależną od niego osobę, która była umocowana przez zarząd<sup>8</sup>. Jeśli członek egzekutywy spółki otrzymuje korzystną ofertę handlową od osoby trzeciej a propozycja ta może interesować spółkę, nie może on wykorzystać tej szansy we własnym interesie, lecz ma obowiązek przedłożenia propozycji zarządowi spółki<sup>9</sup>.

Obowiązki lojalności i starannego działania nie są egzekwowane przez organy rządowe, lecz pozostawione w rękach wspólników i organów spółki. Zarząd, który narusza te obowiązki, może być pozwany przez spółkę z tytułu szkód poniesionych wskutek zawinionego działania lub zaniechania. Ryzyko powództwa jest duże, ponieważ każdy akcjonariusz (nawet właściciel jednej akcji) może wnieść pozew w imieniu korporacji. Naturalnie istotną przeszkodą dla wszczęcia takiego pochodnego

<sup>7</sup> Podkreślenie ważności tego obowiązku znaleźć można w art. 4.01. Zasad Zarządzania Korporacją: Analiza i zalecenia, opracowanych pod auspicjami American Law Institute, Tentative Draft 1985, nr 4.

<sup>8</sup> Por. np. Delaware General Corporation Law, Section 144. Na temat stosunku ustaw stanowych do problemu transakcji między członkami organów spółki a korporacją — por. *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Section 5.02 American Law Institute, Tentative Draft 1986, nr 5.

<sup>9</sup> Klasycznym precedensem w tej dziedzinie jest wyrok w sprawie Guth v. Loft, Inc. 5 A.2d 503 1939; por. także Brudney, Clark, *A New Look at Corporate Opportunities*, Harvard Law Review 1981, t. 94, s. 997 i n.

powództwa (derivative suit) są koszty procesu. Posiadacz znacznego pakietu akcji może wytoczyć powództwo przeciwko zarządowi, gdyż jego interes jest proporcjonalnie większy w razie uzyskania odszkodowania czy innej formy zadośćuczynienia jego żądaniom. Może on liczyć na to, że w razie sukcesu uzyska znacznie więcej niż zwrot kosztów procesu<sup>10</sup>. Ponadto prawo amerykańskie przewiduje, że współnik, którego powództwo przyniosło spółce sukces procesowy, może ubiegać się o pokrycie poniesionych kosztów procesu z przysporzonego korporacji odszkodowania. Znakomitą większość tych kosztów stanowi wynagrodzenie adwokackie. W istocie rzeczy prawnicy specjalizujący się w owych „pochodnych” powództwa są rzeczywistymi inicjatorami procesów wytaczanych przez drobnych akcjonariuszy przeciwko zarządom większych korporacji. Adwokaci liczą na solidne honoraria, stanowiące określony procent od sum zasądzonych lub przyznanych powodom na drodze ugody. Odmienne niż w wielu państwach europejskich prawo amerykańskie uznaje legalność umowy między adwokatem a klientem, na mocy której ten ostatni zobowiązuje się wypłacić pełnomocnikowi procesowemu określony procent zasądzonej należności<sup>11</sup>.

### III. ROLA NIEZALEŻNYCH CZŁONKÓW RAD NADZORCZYCH

Innym narzędziem sprawowania nadzoru nad zarządem spółki jest rada nadzorcza. Zwykle ustawy stanowe przewidują, że organ zarządzający korporacją podlega kontroli rady nadzorczej zwanej tu radą dyrektorów (board of directors). Akcjonariusze wybierają pewną liczbę członków rady nadzorczej co pewien czas, zwykle raz w roku. Z kolei rada dyrektorów wybiera członków zarządu (officers), którzy kierują bieżącymi sprawami spółki.

Prawo stanowe, inaczej niż większość europejskich ustaw o spółkach (por. np. art. 378 k.h.), zezwala na łączenie stanowisk w radzie i zarządzie. W amerykańskich spółkach członkowie zarządu stanowią zazwyczaj większość składu rady nadzorczej. Ta unia personalna uległa na przestrzeni ostatnich 20 lat powolnemu osłabieniu. Coraz więcej korpo-

<sup>10</sup> Inaczej niż w Polsce, amerykańskie prawo procesowe nie przyznaje zwycięskiej stronie procesu prawa do zwrotu kosztów zastępstwa procesowego. Poza nielicznymi wyjątkami każda ze stron pokrywa własne koszty adwokackie i inne koszty procesu bez względu na wynik sporu.

<sup>11</sup> Por. szerzej C. Coffee, *Understanding the Plaintiffs Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, Columbia Law Review 1986, t. 86, s. 669.

racji zwiększa liczbę członków rady, którzy nie pełnią jednocześnie funkcji w zarządzie. Równocześnie kładzie się coraz silniejszy nacisk na umocnienie funkcji kontrolnych rady dyrektorów wobec zarządu<sup>12</sup>. Obecnie większość wielkich spółek akcyjnych posiada rady nadzorcze składające się w większości z dyrektorów, którzy sprawują wyłącznie funkcje kontrolne i nie zasiadają w zarządzie<sup>13</sup>. Spółki, których akcje są notyfikowane na Giełdzie Nowojorskiej, Giełdzie Amerykańskiej i giełdzie prowadzonej przez Krajowe Stowarzyszenie Maklerów Papierów Wartościowych<sup>14</sup> są zobowiązane posiadać pewną liczbę niezależnych dyrektorów zasiadających w radzie nadzorczej<sup>15</sup>.

Oczywiście trudno jest dokładnie ocenić wpływ owych niezależnych członków rady nadzorczej na umocnienie poczucia odpowiedzialności zarządów spółek. Ze względów czysto praktycznych trudno byłoby wybrać członków rady, którzy nie byłiby aprobowani przez generalnego dyrektora spółki (szefa zarządu). Co więcej, członkowie rady nadzorczej nie traktują zwykle swych funkcji jako opozycji wobec zarządu. Mimo to należy sądzić, że obecność niezależnych członków w radzie nadzorczej ułatwia egzekwowanie od organu wykonawczego obowiązku lojalności wobec firmy. Co więcej, wymóg składania okresowych sprawozdań przed osobami nie uczestniczącymi w podejmowaniu przedstawianych do zaaprobowania decyzji gospodarczych wpływa dyscyplinująco na zarządy firm.

<sup>12</sup> Por. Model Business Corporation Act, § 8.01. Termin „rada dyrektorów” jest mylący, gdyż sugeruje, że chodzi tu o członka organu zarządzającego. Pojęcie „director” jest wieloznaczne — może tu chodzić zarówno o osobę pełniącą funkcję kontrolną, jak i zarządzającą. Członkowie zarządu korporacji, pełniący funkcje zarządzającego, są określane jako „officers” lub „managing directors” (dyrektorzy zarządzający), Prawo amerykańskie zezwala na łączenie funkcji kontrolnych w radzie nadzorczej i funkcji wykonawczych w zarządzie.

<sup>13</sup> Por. W. Lech, R. Mundheim, *The Oustide Director of the Publicly Held Corporation*, Business Lawyer 1976, t. 31, s. 1799. „Rada dyrektorów” stanowi odpowiednik rady nadzorczej w systemach prawnych Europy. W radzie dyrektorów First Pennsylvania Bank zasiada — obok prezesa, który pełni równocześnie funkcję szefa zarządu banku — dziewięciu aktualnych dyrektorów naczelnych zarządów innych spółek; jeden emerytowany szef zarządu korporacji, dwóch adwokatów i dziekan Wydziału Prawa Uniwersytetu Pennsylvania, współautor niniejszego artykułu.

<sup>14</sup> Giełda ta jest drugim co do wielkości rynkiem obrotu papierami wartościowymi w Stanach Zjednoczonych, ustępując pod względem wolumenu operacji tylko Giełdzie Nowojorskiej.

<sup>15</sup> Tak np. New York Stock Exchange wymaga, aby w radach nadzorczych korporacji amerykańskich zasiadało co najmniej dwóch niezależnych dyrektorów; por. New York Stock Exchange Manual § 303.00. Niezależni dyrektorzy nie mogą pełnić funkcji zarządzających w danej spółce i muszą rekrutować się spośród osób nie związanych z zarządem innymi węzłami zależności. Podobne wymogi stawiają regulaminy innych znanych giełd amerykańskich.

#### IV. PUBLICZNE UJAWNIANIE INFORMACJI O DZIAŁALNOŚCI I ZAMIERZENIACH GOSPODARCZYCH KORPORACJI

Innym instrumentem zapewnienia odpowiedniej polityki zarządu jest obowiązek publicznego ujawniania informacji o kondycji gospodarczej i zamierzeniach firmy. Spółki posiadające znaczną liczbę akcjonariuszy są zobowiązane ujawnić publicznie nie tylko istotne informacje na temat stanu ich finansów, lecz muszą także przedłożyć własną interpretację osiągniętych wyników, a nawet wyjawić pewne transakcje dokonane przez członków zarządu we własnym interesie<sup>16</sup>. Dane te przed opublikowaniem są przedmiotem inspekcji przez licencjonowanego inspektora księgowego (public accountant)<sup>17</sup>. W razie zaś, gdy akcjonariusze spółek, których akcje są dostępne na giełdzie, mają głosować nad tak ważnymi sprawami, jak połączenie firmy z inną korporacją, zmiana statutu lub wybór rady dyrektorów, wówczas osoby ubiegające się o prawo reprezentowanie ich głosów (zwykle zarząd, a czasem jego oponenti) muszą przedłożyć potencjalnym mocodawcom szczegółowe i dokładne informacje na temat obranej przez pełnomocników strategii, celu przedsięwzięcia itp. Celem tego wymogu jest umożliwienie akcjonariuszom dokonania trafnego wyboru reprezentanta na walnym zgromadzeniu<sup>18</sup>. Szczególne obowiązki ujawniania tych danych związane są z każdym aktem sprzedaży akcji na giełdzie<sup>19</sup>.

Najważniejszym źródłem obowiązków ujawniania danych o kondycji spółki jest prawo federalne. Uchwalone w okresie „nowego ładu” ustawa o obrocie papierami wartościowymi (1934) i ustawa o papierach wartościowych (1933) wyznaczają zakres obowiązków zarządu. Na straży przestrzegania tych przepisów stoi niezależny organ administracji federalnej: Komisja Obrotu Papierami Wartościowymi. Solidne gwarancje niezależności komisji zapewniły jej niekwestionowany autorytet. Komisja składa się z pięciu komisarzy mianowanych przez Prezydenta na pięcioletnie kadencje. Aby zapewnić ciągłość pracy komisji, co roku upływa kadencja jednego z komisarzy zastępowanego przez kolejnego nominata. Prezydent nie może usunąć komisarza, chyba że popełni on czyny sprzeczne z ustawą.

Komisja Obrotu Papierami Wartościowymi posiada zapieczętowane: około 2100 urzędników rozmieszczonych w stolicy państwa i dziesięciu urzędach regionalnych. Komisja zapewniła sobie mocną pozycję

<sup>16</sup> Securities Exchange Act, 1934, Section 13; 15 United States Code § 78 m. Większość spółek jest zobowiązana przedkładać okresowe informacje do właściwego biura Securities and Exchange Commission.

<sup>17</sup> Regulation S-X, 17, Code of Federal Regulations, § 210.1-01. (a) (2), 1988.

<sup>18</sup> Securities Exchange Act, 1934, Section 14; 15 United States Code, § 78n.

<sup>19</sup> Securities Act, 1933; 15 United States Code, § 77a.

w świecie businessu. Jej decyzje precyzują bliżej zakres danych, które muszą ujawnić publicznie zarządy spółek<sup>20</sup>. Jest on nieporównywalnie szerszy od tego, czego wymagają ustawy o spółkach w Japonii i Europie Zachodniej. Celem Komisji nie jest bynajmniej ocena polityki gospodarczej spółek lub wartości emitowanych przez nie akcji czy obligacji. Tak więc ustawodawstwo federalne nie zabrania przedsiębiorcy, który zamierza uzyskać kapitał od potencjalnych inwestorów, organizowania wysoce ryzykownego przedsięwzięcia. Wspomniane ustawy wymagają jedynie, aby prospekty towarzyszące emitowanym akcjom wyjawiały wyraźnie i jasno wysoki stopień ryzyka podejmowanej przez spółkę działalności gospodarczej.

Wymóg ujawniania danych pomaga kontrolować i zapewnia odpowiedzialne postępowanie zarządu. Amerykanie lubią cytować opinię sędziego L. Brandeisa, który zauważył, że „światło słoneczne jest najlepszym środkiem dezynfekującym, a światło elektryczne najskuteczniejszym policjantem”<sup>21</sup>. Na przykład, jeśli członek zarządu zważy, że będzie musiał ujawnić publicznie, iż zapłacił tylko milion dolarów za nieruchomość, którą po sześciu miesiącach pragnie odsprzedać kierowanej przez siebie spółce za podwójną cenę, to zapewne zrezygnuje z tej transakcji. Zdrowa presja opinii publicznej i członków organów spółki staje się coraz skuteczniejsza w miarę rozszerzania obowiązku ujawniania danych o działalności zarządu. Publiczne ujawnianie danych informuje również rynek, powodując lepsze funkcjonowanie mechanizmu formowania cen. Z kolei rozsądna wycena wartości akcji ma zasadnicze znaczenie dla sprawiedliwej oceny efektów pracy zarządu spółki. Ujawniane informacje umożliwiają współnikom powzięcie wiadomości o zdarzeniach, które mogą stanowić niezbędny warunek poszukiwania ochrony przed sądami.

## V. ZMIANA ZARZĄDU

Najbardziej dolegliwą sankcją wobec źle pracującego zarządu jest zwolnienie członka lub całego organu wykonawczego spółki. Jak już wspomniano, kompetencja ta przysługuje radzie nadzorczej. Wymiana zarządu nie jest zjawiskiem rzadkim. Stanowi ona z reguły konsekwencję marnych wyników ekonomicznych korporacji<sup>22</sup>. Co najmniej dwa

<sup>20</sup> Urzędnicy Securities and Exchange Commission przeglądają, a następnie opiniują przedkładane im przez korporacje informacje przeznaczone do publicznego ujawniania. Spółki mogą skorzystać z uwag komisji i uzupełnić te dokumenty. Powództwa akcjonariuszy przeciwko zarządowi bazują często na zarzutach niedostatecznego lub niedokładnego ujawniania danych.

<sup>21</sup> L. Brandeis, *Other People's Money*, 1933, s. 62.

<sup>22</sup> Sprawę zwolnienia członków zarządu firmy Allegis omawia A. Labich, *How Dick Ferris Blew It*, Fortune z 6 VII 1987 r., s. 42.



czynnikami przeciwdziałają pochopnemu zwalnianiu członków zarządu. Po pierwsze — większość członków rady nadzorczej zasiada równocześnie w zarządzie. Po drugie — są oni często posiadaczami akcji w tej spółce i odpowiadają ostatecznie wobec zgromadzenia akcjonariuszy, o których głosy muszą często zabiegać. Pozycja zarządu, którego bilans działalności gospodarczej jest pozytywny, jest więc bardzo silna. Separacja władzy zarządzania spółką od tytułu własności, której podmiotem jest zgromadzenie wspólników, tylko w niewielkim stopniu przybliżyła model korporacji amerykańskiej do modelu przedsiębiorstwa państwowego. Wydaje się, że słabość pozycji organu wykonawczego przedsiębiorstwa (dyrektora) w systemie gospodarki socjalistycznej polega na tym, że o jego nominacji, zwolnieniu czy wynagrodzeniu decydują podmioty, które ani nie są właścicielami, ani nie ponoszą odczuwalnej odpowiedzialności za swe decyzje wobec określonej, konkretnej grupy współwłaścicieli-akcjonariuszy. Nawet rady pracownicze, które odpowiadają wobec załogi, są w innej sytuacji niż członkowie rady nadzorczej. Ich klientela wyborcza składa się bowiem z pracowników związanych być może bliżej z przedsiębiorstwem niż członkowie organu założycielskiego, jednakże stosunek pracownika do przedsiębiorstwa pracodawcy różni się w istotny sposób od relacji między akcjonariuszem a spółką. Tylko wspólnik ponosi bezpośrednio i pełne ryzyko działalności gospodarczej spółki i ocenia funkcjonowanie zarządu firmy niemal wyłącznie w kategoriach zysku bądź strat notowanych w dłuższym okresie działalności firmy. Pracownicy natomiast, a wraz z nimi także niektóre rady pracownicze, cenią sobie dyrektorów podnoszących płace nawet wówczas, gdy grozi to długofalowym interesom przedsiębiorstwa. Podstawy takie, mimo że powodują wzrost inflacji i obniżenie kompetetywności wyrobów przedsiębiorstw państwowych, są szczególnie rozpowszechnione w warunkach pełnego zatrudnienia.

Akcjonariusze niezadowoleni z wyników pracy zarządu korporacji mogą zwołać walne zgromadzenie, aby wybrać na nim nową radę nadzorczą, która następnie przeprowadzi zmiany w składzie organu zarządzającego. Chociaż wspólnicy mogą wybrać tę drogę, to jednak pojedynek o zdobycie większości głosów akcjonariuszy jest kosztowny, a jego ostateczny wynik jest z reguły trudny do przewidzenia. Dotychczasowi członkowie rady nadzorczej mają tę przewagę, że mogą finansować swą kampanię wyborczą z funduszy spółki, natomiast ich oponenti muszą polegać na własnych zasobach. Od czasu do czasu pojedynek o mandaty akcjonariuszy (proxy contests) wygrywają „rebelianci”, ale z reguły wstępnym warunkiem powodzenia ofensywy opozycji jest wykupienie przez nich znacznego pakietu akcji<sup>23</sup>. Wykupienie niezbędnej ilości akcji

<sup>23</sup> Por. E. Aranow, H. Einhorn, *Proxy Contests for Corporate Control*, wyd. 2, 1968.

w celu przejęcia kontroli nad spółką pociąga za sobą z reguły zmiany zarządu.

Amerykański rynek sprzedaży akcji stanowi często arenę walki o zdobycie dominacji nad spółkami emitującymi papiery wartościowe. Jeśli np. zarząd firmy A kieruje spółką w taki sposób, że wartość rynkowa tej akcji wynosi 50 dolarów, a spółka B sądzi, że wartość tych akcji osiągnie wkrótce poziom 80 dolarów może ona zdecydować się na zakup 51% lub więcej akcji spółki A po cenie znacznie wyższej niż 50 dolarów, a następnie przejąć kontrolę i zarząd nad zdominowaną korporacją. Ten prosty przykład wyjaśnia powody, dla których na przestrzeni ostatniego dwudziestolecia w wielu dziedzinach amerykańskiej gospodarki zanotowano znaczną liczbę tzw. „nieprzyjaznych przejęć kontroli nad spółkami” (unfriendly take-overs). Ten ostatni termin podkreśla, że zdominowanie spółki przez inwestora następuje wbrew woli jej dotychczasowego zarządu, któremu grozi usunięcie ze strony nabywcy akcji. Określenie „przejęcie kontroli” (take-overs) oznacza w zasadzie jedynie przejęcie kontroli nad zarządem spółki, w której inwestor nabył dostateczną ilość akcji, aby samodzielnie bądź w porozumieniu z innymi akcjonariuszami przejąć władzę nad firmą<sup>24</sup>.

W miarę wzrostu znaczenia praktyk przejmowania kontroli mnożą się pytania na temat ich długofalowych skutków dla gospodarki amerykańskiej. Motywem działania korporacyjnych „najeźdźców” nie jest bowiem zawsze przekonanie, że zapewnią oni lepsze prowadzenie interesów zdominowanego przedsiębiorstwa. U podłoża ich decyzji mogą leżeć argumenty natury podatkowej, np. uzyskanie zwolnień z tytułu dokonanych inwestycji kapitałowych. Czasem poddanie przejętej spółki skuteczniejszym metodom zarządzania połączone jest z ponoszeniem przez firmę większego ryzyka gospodarczego. W rezultacie perspektywie wyższych zysków towarzyszyć może zwiększone niebezpieczeństwo poniesienia finansowej klęski.

W takim zakresie, w jakim akty „nieprzyjaznego” przejmowania kontroli nad spółką prowadzą do eliminowania mniej efektywnie działających zarządów albo wzmagają czujność zarządców nie pozwalając im ani na chwilę zapomnieć o swoich obowiązkach wobec firmy, pełnią one pożyteczną funkcję gospodarczą. Jednakże przedmiotem zamachów są również często przedsiębiorstwa dobrze zarządzane. Zdarza się, że rynek niewłaściwie ocenia długofalowe plany i perspektywy spółki, w rezultacie czego wartość jej akcji jest zaniżona. Nabywcy kontrolnego pakietu akcji mogą także znaleźć sposoby, aby szybko podnieść wartość akcji

<sup>24</sup> O atmosferze panującej w kołach businessu dotkniętego rozpowszechnianiem się praktyk przejmowania kontroli nad spółkami piszą m.in.: Worthy, *What's Next for the Raiders*, Fortune z 11 XI 1985 r., s. 21; Fischer, *Oops My Company is on the Block*, Fortune z 23 VII 1984 r., s. 16.

zdominowanej firmy, poświęcając pewne zasoby korporacji (np. poprzez redukcję zapasów lub sprzedaż atrakcyjnej części przedsiębiorstwa) i przysparzając na tej drodze akcjonariuszom okresowo wysokie zyski<sup>25</sup>. W tym stanie rzeczy groźba utraty własnych pozycji skłania zarządy spółek do wyboru strategii polegającej na utrzymywaniu ceny akcji na tak wysokim poziomie, aby zniechęcić ewentualnych „zamachowców” do ich zakupu po cenie znacznie wyższej niż aktualna cena rynkowa. To z kolei jednak zmusza czasem zarządy do podejmowania operacji ryzykownych dla spółki, np. wykupywania jej akcji za pożyczone pieniądze, zawyżania wypłat dywidend, albo reklamowania wyższego poziomu zysków dzięki ograniczeniom wydatków na działalność badawczo-rozwojową, której efekty spodziewane są dopiero w dalszej przyszłości.

Poważnym problemem dla gospodarki amerykańskiej, jaki powstał na tle rosnącej liczby aktów przejmowania kontroli nad spółkami, jest zbytne zaabsorbowanie zarządów koniecznością uzyskania szybkich sukcesów. Ta krótkoterminowa orientacja może ulec umocnieniu w związku z rosnącą rolą instytucji finansowych, występujących w roli dysponentów akcji największych amerykańskich korporacji. Banki, spółki zajmujące się inwestowaniem własnych zysków na rynku papierów wartościowych (mutual funds), instytucje sprawujące zarząd lub powiernictwo nad opłatami wnoszonymi przez pracodawców i pracobiorców na poczet świadczeń emerytalnych (pension funds) i spółki ubezpieczeniowe posiadają 35% wszystkich akcji emitowanych w Stanach Zjednoczonych, a jednocześnie dokonują znakomitej większości obrotów tymi papierami wartościowymi na Giełdzie Nowojorskiej<sup>26</sup>. Osoby zarządzające portfelami akcji będących udziałem tych instytucji są również oceniane głównie według osiągnięć finansowych, mierzonych w krótkich okresach. W rezultacie, menedżerowie ci są zainteresowani popieraniem przejęć kontroli nad spółkami, które rokują nadzieję uzyskania nadzwyczajnych zysków przy umiejętnym wykorzystaniu aktywów lub reputacji pozyskanej firmy. W przeciwieństwie do finansowych instytucji inwestycyjnych, indywidualni właściciele akcji oceniają osiągnięcia zarządu swej korporacji w perspektywie długookresowej. Podobnie jak tradycyjny właściciel przedsiębiorstwa, są oni związani z korporacją na dobre i złe czasy, przedkładając z reguły skromniejszy margines zysku nad mirażę spekulacyjnych i krótkoterminowych premii.

<sup>25</sup> Wzrost liczby nieprzyjaznych aktów przejęcia kontroli nad spółkami w Stanach Zjednoczonych w latach osiemdziesiątych spowodował debatę na temat zalet i zagrożeń, jakie niosą one dla gospodarki; por. szerzej Easterbook, Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review 1981, t. 94, s. 1161; Easterbrook, Jarrell, *Do Targets Gain From Defeating Tender Offers?*, New York University Law Review 1984, t. 59, s. 277 i n.

<sup>26</sup> Lemke, Lins, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13 f of the Securities Exchange Act of 1934*, Business Law 1987, t. 43, s. 93 i 95.

W ciągu następnej dekady uwaga obserwatorów amerykańskiej sceny gospodarczej skoncentrowana będzie na roli wspomnianych wyżej instytucjonalnych posiadaczy akcji w spółkach akcyjnych. Czy ci wielcy udziałowcy dysponujący możliwościami sprawowania nadzoru mają szczególny obowiązek kontroli zarządu w przejętych spółkach? Czy istnieją sposoby, aby skłonić banki i innych instytucjonalnych posiadaczy akcji do prowadzenia długoterminowej polityki gospodarczej, co z kolei powodowałoby narzucenie takiej samej orientacji zarządom zdominowanych przez nie spółek?<sup>27</sup>

#### ALLOCATION OF POWERS AND ACCOUNTABILITY OF MANAGEMENT IN U.S. CORPORATIONS

##### Summary

The paper describes basic principles of U.S. Corporate Law, including federal legislation concerning the role of the Securities Exchange Commission. After presenting basic tenets of corporation law and delineating the scopes of respective jurisdictions of State and Federal laws in this field, the authors analyze the allocation of power among shareholders, managers and other constituents of the corporation.

Among major problems discussed in the second part of the paper are legal solutions aimed at assuring the accountability of corporate management vis-a-vis shareholders. Thus, the paper analyzed the content and enforcement of basic duties imposed upon managers by state corporation law (i.e. duties of care and loyalty), derivative suits brought by shareholders against management on behalf of corporation, the role of independent directors, and the techniques of public disclosure.

Finally, the paper discusses the controversial role of unfriendly take-overs and the role of institutional shareholders in this context.

<sup>27</sup> Próbę udzielenia odpowiedzi na niektóre z tych pytań podejmuje aktywny uczestnik tych procesów Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University Pennsylvania Law Review 1987, t. 136, s. 1 i n.