

Prof. dr hab. Adam Opalski
Profesor Uniwersytetu Warszawskiego

Warszawa, dnia 18 grudnia 2025 r.

Recenzja
rozprawy doktorskiej mgr-a Stanisława Stefaniaka
pt. „Prawne aspekty zaangażowania inwestorów instytucjonalnych
w ład korporacyjny spółek giełdowych”

I. Wybór tematu rozprawy

Wybór problematyki prawnych uwarunkowań uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych jako tematu rozprawy doktorskiej cechuje walor oryginalności, co przesądza, że wybór ten należy uznać za uzasadniony. Tytułowe zagadnienie ma charakter przekrojowy, gdyż dotyka zróżnicowanych aspektów ustroju i funkcjonowania spółek giełdowych. Nie chodzi tu o pojedynczą instytucję lub mechanizm prawny, jak np. udział w radach nadzorczych członków niezależnych (których naturalną rolą jest uwzględnienie perspektywy uczestnictwa w spółce inwestorów mniejszościowych, w tym inwestorów instytucjonalnych), lecz o całokształt prawnych „aspektów” (jak nazwał to Doktorant) bycia przez inwestorów instytucjonalnych akcjonariuszami spółek giełdowych w kontekście narzędzi ładu korporacyjnego, z których mogą oni korzystać i które mogą przyczyniać się do wpływania przez nich na działalność spółek giełdowych. Tak złożone i wielowątkowe zagadnienie z pewnością kwalifikuje się jako temat rozprawy doktorskiej. Nie było ono dotąd przedmiotem opracowań monograficznych w polskiej literaturze fachowej. Trudno nawet wskazać artykuły naukowe z obszaru nauk prawnych, w których uczyniono by zagadnienie udziału w spółkach inwestorów instytucjonalnych centralnym przedmiotem analizy.

Problematyka uczyniona przedmiotem rozprawy doktorskiej przez mgr-a Stanisława Stefaniaka wykazuje równocześnie znaczny ciężar gatunkowy z perspektywy uwarunkowań praktyki. Działalność krajowych spółek giełdowych, których struktura właścicielska opiera się na uczestnictwie w spółce wpływowego akcjonariusza (akcjonariusza strategicznego), determinuje dążenie do znalezienia równowagi między (przeważającym) interesem tego akcjonariusza a interesami akcjonariuszy mniejszościowych, wśród których właśnie fundusze inwestycyjne przypada najistotniejsze znaczenie. Tytułowa problematyka pracy dotyczy zatem centralnego „problemu agencji” (*agency problem*), powstającego w spółkach giełdowych z akcjonariuszem kontrolującym spółkę.

Wobec tych argumentów nie powinno być kwestionowane, że celowe było przygotowanie opracowania monograficznego, którego przedmiotem uczyniono by zagadnienie prawnych uwarunkowań uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych. Reasumując, wybór tematu rozprawy doktorskiej oceniam jako w pełni trafny.

II. Konstrukcja rozprawy, metodologia oraz warsztat

1. Rozprawa mgr-a Stanisława Stefaniaka dzieli się na 6 rozdziałów, poprzedzonych wstępem i zwieńczonych podsumowaniem rozprawy oraz przytoczeniem głównych jej tez. We wstępie Autor przedstawia uzasadnienie wyboru tematu pracy, ukazuje metody badawcze, które zostały zastosowane w pracy, oraz wyjaśnia obraną przez siebie strukturę rozprawy.

Rozdział 1 jest poświęcony prezentacji zagadnień ogólnych istotnych z perspektywy przedmiotu rozprawy, tj. pojęciu inwestorów instytucjonalnych oraz specyfice ich zaangażowania w spółkach giełdowych. Kwalifikacja rodzajów tego zaangażowania jest punktem wyjścia dla struktury całej rozprawy: Doktorant wyróżnia: 1) dialog ze spółką, 2) współpracę z innymi akcjonariuszami, 3) współkształtowanie składu rady nadzorczej i współpracę z radą oraz 4) wykonywanie prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem. Ponadto w rozdziale 1 poddano analizie czynniki wpływające na zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w spółkach.

Rozdział 2 jest poświęcony prawnym ramom dialogu między spółką giełdową a inwestorami instytucjonalnymi. Autor analizuje problem komunikacji z inwestorami przez pryzmat

regulacji Kodeksu spółek handlowych, a tym m.in. prawa do informacji, oraz reżimu informacji poufnych przewidzianego Rozporządzeniem MAR.

Rozdział 3 analizuje problematykę współdziałania akcjonariuszy w świetle ram prawnych znajdujących zastosowanie do nabywców znacznych pakietów akcji, a więc regulacji wprowadzających pojęcie działania w porozumieniu i przewidujących następstwa takiego działania.

Rozdział 4 odnosi się do zagadnienia kształtowania składu osobowego rady nadzorczej oraz komunikacji inwestorów instytucjonalnych z radą nadzorczą i jej członkami. Autor skoncentrował się na instytucji niezależnych członków rady, prawnych mechanizmach zapewniających wpływ akcjonariuszy mniejszościowych na skład osobowy rady oraz kwestii komunikacji członków rady nadzorczej z inwestorami instytucjonalnymi.

Rozdział 5 poświęcono wykonywaniu uprawnień korporacyjnych inwestorów instytucjonalnych na walnym zgromadzeniu. W tym obszernym rozdziale, liczącym ponad 100 stron, Doktorant analizuje całokształt problematyki uprawnień akcjonariuszy związanych ze zwoływaniem i odbywaniem walnego zgromadzenia. Porusza m.in. zagadnienie uprawnień akcjonariuszy do zwoływania i kształtowania porządku obrad oraz zdalnego wykonywania przez nich uprawnień na zgromadzeniu, co stanowi asumpt do podjęcia oceny obecnego modelu funkcjonowania walnego zgromadzenia. Oddzielną część rozdziału poświęcono zagadnieniu obowiązku lojalności spoczywającego na akcjonariuszach i wynikających z tego tytułu implikacji dla pozycji inwestorów instytucjonalnych.

Rozdział 6 zawiera analizę prawnych instrumentów wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. Przedstawia, z jednej strony, wybrane narzędzia pobudzenia aktywności inwestorów, odnajdywane na wiodących zagranicznych rynkach kapitałowych (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania), z drugiej zaś instrumenty przewidziane w prawie unijnym, tj. tzw. drugiej dyrektywie o prawach akcjonariuszy (SRD II) oraz ich implementację w prawie polskim. Uwagi te prowadzą do pytania o skuteczność obowiązków informacyjnych nałożonych na inwestorów instytucjonalnych oraz możliwości egzekwowania stosownego zaangażowania, w tym na drodze prawnej.

Podsumowanie rozprawy zostało zawarte w jednostce redakcyjnej oznaczonej cyfrą 7 i opatrzonej tytułem „Podsumowanie rozprawy”, której Doktorant nie przypisał wszakże waloru rozdziału. Rozprawę kończy punkt, bez oznaczenia, zatytułowany: „Główne tezy rozprawy”.

2. Pracę należy ocenić jako zbyt obszerną, zarówno gdy chodzi o jej objętość (455 stron), jak i – przede wszystkim – liczbę poruszonych zagadnień. Ambicją Doktoranta było przeprowadzenie kompleksowej analizy dogmatycznej całokształtu zagadnień prawnych związanych z zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych w działalność spółek w wymiarze, w jakim zaangażowanie to oddziałuje na ich ład korporacyjny. Taki cel był jednak *ex definitione* niemożliwy do urzeczywistnienia w rozsądnych ramach pracy doktorskiej, także tych przyjętych przez Doktoranta. Jeżeli celem Autora było ukazanie całokształtu problematyki prawnej zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w spółki giełdowe, powinien dokonać rozsądnej selekcji poruszonym zagadnień. Nieuchronną konsekwencją ujęcia w pracy tak dużej liczby zagadnień, poczynawszy od komunikacji między spółką a inwestorami (rozdział 1) a skończywszy na idei służebnych (powierniczych) obowiązków inwestorów instytucjonalnych względem spółek i osób powierzających inwestorom swoje fundusze (rozdział 6), jest „spłylenie” analizy. Następstwem takiego ujęcia jest prowadzenie przez Doktoranta w wielu punktach „ogólnego” wywodu wyjaśniającego generalne instytucje i mechanizmy prawa spółek i prawa rynku kapitałowego, takie jak definicja informacji poufnej w świetle rozporządzenia MAR, pojęcie działania przez akcjonariuszy w porozumieniu, instytucja niezależnych członków rad nadzorczych, czy kompetencje walnego zgromadzenia spółki akcyjnej.

Co istotniejsze, Doktorant traktuje poszczególne obszary analizy jako zasadniczo rozłączne, w konsekwencji czego nie formułuje wniosków natury ogólnej, odnoszących się do całokształtu problematyki zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w spółki giełdowe. Jeżeli Autor zdecydował się na kompleksowe ujęcie tytułowej problematyki, nie zaś tylko jej wycinka, co wyznacza ambitniejszą i ciekawszą koncepcję pracy w stosunku do wariantu analizy tylko wybranych zagadnień, powinien był odstąpić od egzegezy dogmatycznej szczegółowych konstrukcji prawnych, a skupić się dyskursie poświęconym funkcji poszczególnych instytucji prawnych, składających się łącznie na prawne uwarunkowania uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w krajowych spółkach giełdowych. Z postulatem tym wiąże się uwaga, że mgr Stefaniak zaniechał w zasadzie całkowicie analizy empirycznej,

czyli zbadania praktyki angażowania się inwestorów instytucjonalnych w działalność polskich spółek giełdowych względnie analogicznej praktyki zagranicznej, wykształconej na rynkach kapitałowych zdecydowanie bardziej rozwiniętych od polskiego. Wobec przyjętego zakresu prowadzonych badań oraz rozmiarów rozprawy trudno mu czynić z tego tytułu zarzut, jednak to właśnie sama koncepcja pracy rodzi podnoszone tu kontrowersje. W istocie mamy bowiem do czynienia z zagadnieniem na wskroś praktycznym, które powinno być oceniane przez pryzmat stosunków panujących w obrocie, a więc na rynku kapitałowym. Na aprobatę zasługuje natomiast okoliczność, że Doktorant korzysta w szerokim zakresie – obok metody dogmatycznej – z metody prawnoporównawczej. Zabieg ten jest z oczywistych względów trafny wobec specyfiki tematu pracy.

Sformułowane uwagi krytyczne relatywizuje okoliczność, że Doktoranta nie można obciążać pełną odpowiedzialnością za przyjętą konstrukcję rozprawy, skoro powinna ona zostać wypracowana w porozumieniu z Promotorem i pod jego naukową pieczę. Obrany akwen badawczy jest oceanem, a Doktorant pozostawał w mylnym przekonaniu, że może go przepłynąć małą łodzią, na dodatek zawijając po drodze do większości portów. Praca unaocznia naturalne granice wykonania tak ambitnego zadania, przy czym należy uznać, że – jak na „oceaniczne” rozmiary owego zadania – zostało ono wykonane co najmniej satysfakcjonująco.

Równocześnie należy skonstatować, że struktura rozprawy mgr-a Stefaniaka cechuje się dużą przejrzystością. Ponadto, co bardzo istotne, Doktorant trafnie zidentyfikował obszary, które powinny zostać poddane analizie w ramach zagadnienia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w spółki giełdowe. Między poszczególnymi rozdziałami zachowano właściwe proporcje. Pewne wątpliwości może wywoływać w zasadzie jedynie okoliczność, że zagadnienie dialogu między spółką a inwestorami instytucjonalnymi pojawia się „w dwóch odsłonach”: w rozdziale 2 oraz dodatkowo w rozdziale 4 (pkt 4.3 – Komunikacja rady nadzorczej i jej członków z akcjonariuszami). Niemniej jednak to ostatnie zagadnienie cechuje się swoją specyfiką i jest powiązane ze statusem członków rady nadzorczej, z których część pełni rolę *quasi*-powierników mniejszości, co uzasadnia omówienie tego zagadnienia łącznie z problematyką kształtowania składu rady nadzorczej.

Na pozytywną ocenę zasługuje umieszczenie na końcu rozprawy punktu zawierającego główne jej tezy. Zabieg ten ułatwia zapoznanie się z poglądami Doktoranta, zwłaszcza że –

jak podniesiono powyżej – rozprawa jest zbyt długa. Na końcu każdego z rozdziałów Autor umieścił również jego podsumowanie; podsumowanie wieńczy również całość rozprawy (pkt 7).

3. Pewne zastrzeżenia natury językowej rodzi tytuł rozprawy. W świetle ogólnej i powszechnie przyjętej definicji ład korporacyjny (ang. *corporate governance*) jest rozumiany jako system (ogół) instytucji, za pomocą których spółki (zwłaszcza spółki giełdowe) są zarządzane i nadzorowane. Co zrozumiałe, Doktorant nie przyjmuje w pracy innego znaczenia tego pojęcia. Na tym tle użycie terminu „zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny” wydaje się nie do końca spójne logiczne, gdyż akcjonariusz nie angażuje się w instytucje służące zarządzaniu spółką i nadzorowi nad tym procesem, lecz z nich korzysta. Trudno przy tym uznać, że zachodzi przypadek posłużenia się terminem, który wykorzystał prawodawca unijny w drugiej dyrektywie o prawach akcjonariuszy (SRD II)¹. Dyrektywa zachęca akcjonariuszy do „długoterminowego zaangażowania”, jednak chodzi tu o zaangażowanie w sprawy spółki. Oddziałuje ono, rzecz jasna, na standardy ładu korporacyjnego przyjęte w danej spółce i w tym sensie przekłada się na system zarządzania spółką, a więc jej „indywidualny” ład korporacyjny. Dyrektywa 2017/828 tylko w jednym miejscu (motyw nr 14) posługuje się pojęciem zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny (w wersji angielskojęzycznej: *involvement of shareholders in corporate governance*), podczas gdy samo pojęcie „zaangażowania akcjonariuszy”, w domyśle, a niekiedy wprost: w sprawy spółki (por. motyw nr 6) występuje w dyrektywie 2017/828 aż kilkadziesiąt razy.

Razi użycie w tytule pracy terminu „prawne aspekty”, co stanowi przykład niepotrzebnego zapożyczenia z języka angielskiego. Zapożyczeń takich należałoby unikać, zwłaszcza w tytule rozprawy. Rozprawy doktorskie powinny wyznaczać wzorce poprawnego języka, nawet jeżeli w praktyce obrotu, a nawet do pewnego stopnia w języku prawnym, także tym, którym posługuje się prawodawca unijny, a w ślad za nim także krajowy, obserwujemy tendencję do posługiwania się żargonem.

4. Na bardzo pozytywną ocenę zasługuje opracowanie w recenzowanej rozprawie piśmiennictwa fachowego. Autor uwzględnił w pracy ponad 500 pozycji literatury, w tym

¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania, Dz.Urz. UE L 132/1.

bardzo wiele pozycji zagranicznych. Literatura polska i zagraniczna zostały zestawione w bibliografii i są powoływane w przypisach. W celu uzyskania większej przejrzystości bibliografii należałoby jedynie rekomendować, na potrzeby ewentualnej przyszłej publikacji, by rozdzielono piśmiennictwo krajowe od zagranicznego.

5. Nie wywołuje zastrzeżeń strona warsztatowa pracy. Jest ona napisana starannym językiem. Pracę czyta się z dużym zainteresowaniem. Starannie zostały również przygotowane przypisy i bibliografia.

III. Ocena merytoryczna pracy

1. Zgadzam się z częścią wniosków zaprezentowanych przez Doktoranta, których podstawą jest analiza przeprowadzona w rozprawie.

Nie ulega powinno ulegać wątpliwości, że zasada jednakowego traktowania akcjonariuszy (art. 20 k.s.h.) w tym sensie nie ma charakteru absolutnego, że uzasadnia zróżnicowane traktowanie akcjonariuszy w dostępie do informacji ze względu na odmienne okoliczności, w których akcjonariusze ci się znajdują. W konsekwencji posiadanie znaczącego mniejszościowego pakietu akcji oraz profesjonalny charakter inwestora instytucjonalnego mogą przemawiać za innymi standardami prowadzenia przez spółkę dialogu z inwestorem w stosunku do dialogu, w który wchodzi spółka z innymi akcjonariuszami. Jak słusznie zauważa Doktorant, za takim zróżnicowaniem powinny przemawiać merytorycznie względy oraz interes spółki (s. 75–81 i s. 432 rozprawy).

Trudno wszakże zgodzić się ze stanowiskiem mgr-a Stefaniaka, jakoby obowiązek zachowania poufności miał „charakter względny” i sprowadzał się do zakazu ujawniania tajemnic spółki tylko wówczas, jeżeli byłoby to „sprzeczne z interesem spółki” (s. 73–75 i s. 432 rozprawy). Argument, który powołuje Doktorant na poparcie tej tezy, jakoby członkowie zarządu musieli ujawniać poufne informacje m.in. audytorom, doradcom prawnym czy instytucjom finansującym spółkę, jest nieprzekonujący. Osoby te są bowiem zobowiązane do zachowania w tajemnicy uzyskanych od spółki poufnych informacji na podstawie stosownych przepisów prawa oraz z racji stosunku umownego łączącego ich ze spółką. Żaden przepis prawa ani stosunek korporacyjny członkostwa w spółce akcyjnej nie zobowiązuje natomiast

do zachowania poufności jej akcjonariusza. Interes spółki jest kryterium skrajnie nieostrym; Doktorant nie uzasadnił, jak mogłoby ono być wykorzystywane w celu delimitacji dopuszczalnych przypadków przekazania inwestorom informacji stanowiącej tajemnicę spółki w rozumieniu art. 377¹ § 2 k.s.h. Problemu nie rozwiązuje powołanie się na stanowisko jednego z wiodących przedstawicieli nauki prawa spółek i prawa rynku kapitałowego w Europie. Autor zdaje się nie zauważać, że przyjęte przez niego stanowisko legitymizowałoby praktycznie dowolny przepływ informacji między spółką akcyjną należącą do grupy spółek a jej akcjonariuszem strategicznym, występującym w roli „mózgu” (centrali) grupy. Przepływ taki uzasadniałaby okoliczność, że interes spółki akcyjnej determinuje w przeważającej mierze dobro akcjonariusza kontrolującego spółkę a także szerzej pojęty interes grupy, oddziałujący na interes spółki akcyjnej. Trudno też podzielić stanowisko Doktoranta, jakoby art. 377¹ § 2 k.s.h. był *superfluum*, gdyż *„działanie członka organu polegające na ujawnieniu tajemnicy spółki zawsze i tak należy oceniać z perspektywy działania w interesie spółki, a więc z perspektywy obowiązków zachowania lojalności oraz należytej staranności”* (s. 74–75 pracy). Wyrażenie w przepisie kodeksu tej elementarnej powinności, stanowiącej jeden z podstawowych składników obowiązku lojalności mandatariuszy spółki, miało za zadanie ułatwić sądom i praktyce obrotu skonkretyzowanie granic zakazu ujawniania tajemnic spółki, interpretowanego w kontekście ogólnego nakazu dochowania lojalności.

2. Ze stanowczą tezą Doktoranta dotyczącą wykładni art. 377¹ § 2 k.s.h., przytoczoną powyżej, wydaje się do pewnego stopnia kłócić podzielane przeze mnie stanowisko, zgodnie z którym nie do pogodzenia z obowiązkiem lojalności i poufności jest praktyka funduszy hedgingowych, polegająca na delegowaniu do rady swojego „przedstawiciela”, którego rolą jest systematyczne raportowanie informacji funduszowi. Podzielam pogląd, że przekazywanie informacji powinno mieć miejsce na podstawie umowy, której elementem jest nałożenie na akcjonariusza obowiązku zachowania poufności (s. 266–270 i s. 436 rozprawy). Teza ta znajduje odzwierciedlenie w praktyce, gdyż umowy o przepływie informacji są stosunkowo często zawierane między spółkami a ich akcjonariuszami. Równocześnie Doktorant uznaje, że to zarząd jest głównym dysponentem tajemnic spółki i to on determinuje, kiedy ujawnienie określonych informacji pozostaje w interesie spółki, zaś członkowie rady nadzorczej mają w tym zakresie *„mniejszą swobodę działania niż zarząd”* (s. 266 rozprawy). Stanowisko to pozostaje dalekie od klarowności.

Zgadza się natomiast z generalną tezę Doktoranta, że rada może prowadzić dialog z akcjonariuszami. Trudno tu jednak mówić o „kompetencji” w znaczeniu umocowania organu w stosunku organizacyjnym spółki w relacji do innych organów bądź osób (por. s. 435 rozprawy). Doktorant koncentruje się na wykazaniu „możliwości” rady nadzorczej i jej poszczególnych członków prowadzenia dialogu z akcjonariuszami, jednak nie odpowiada na interesujące pytanie, czy i w jakim zakresie działanie takie należy postrzegać jako powinność jej członków, wynikającą z istoty sprawowanego mandatu. Zgadza się z tezą doktoranta o potrzebie odwołania się do art. 20 k.s.h. w celu ustalenia standardu „traktowania” poszczególnych akcjonariuszy. Interesująca jest teza o konieczności stosowania art. 428 § 7 k.s.h. do informacji przekazanych przez członków rady nadzorczej w ramach dialogu prowadzonego z akcjonariuszami. Wydaje się, że przepis ten może wszakże znaleźć zastosowanie do informacji ujawnianych przez członków rady wyłącznie *per analogiam*, nie zaś wprost, jak zdaje się przyjmować Doktorant (zob. s. 87–89, s. 257–263, s. 435).

3. Interesujące są uwagi oraz wnioski sformułowane przez mgr-a Stefaniaka w odniesieniu do zagadnienia wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej. Zgadza się z tezą, że wybór grupowy członków rady nadzorczej, ukształtowany przepisem art. 385 § 3 k.s.h., wykazuje pewne mankamenty, przejawiające się przede wszystkim w braku stabilności mandatu nominata mniejszości (por. s. 226–229, s. 435 rozprawy). Doktorant zdaje się jednak absolutyzować znaczenie narzędzi zapewnienia wpływu mniejszości na skład rady nadzorczej. W praktyce funkcjonowania spółek giełdowych wybór grupowy stanowi *ultima ratio*, gdyż wniosek o jego przeprowadzenie odzwierciedla na ogół ostry konflikt między akcjonariuszem strategicznym a mniejszością. Przemawia to wprawdzie za „uszczelnieniem” reguł wyboru grupowego, jednak już niekoniecznie za przyznaniem mniejszości dalej idących uprawnień nominacyjnych. Doktorant zdaje się identyfikować jako problem „faktyczne uzależnienie niezależnych członków rady nadzorczej od przychylności akcjonariusza większościowego”, na co odpowiedź powinna jego zdaniem stanowić rozbudowa uprawnień mniejszości (zob. s. 435 pracy). Tymczasem wybór niezależnych członków rady nadzorczej głosami ogółu akcjonariuszy pozwala na rozsądny kompromis między interesami większości a mniejszości i mityguje problem postrzegania nominata mniejszości jako „obcego ciała” w składzie rady nadzorczej, z czym wiąże się stosowanie przez osoby pochodzące z nominacji akcjonariusza strategicznego licznych technik ograniczania wpływu nominatów mniejszości. Niezależny członek rady nadzorczej powinien uzyskać akceptację akcjonariusza strategicznego, a

równocześnie na straży jego niezależności powinny stać rygorystycznie stosowane mechanizmy periodycznego weryfikowania niezależności, w tym przez samych członków niezależnych i radę nadzorczą. Nie tylko mechanizmy takie nie zostały rozwinięte w uwarunkowaniach funkcjonowania polskich spółek giełdowych, lecz dodatkowo ustawowe przesłanki wykluczające niezależność członka komitetu audytu zostały ukształtowane jako katalog enumeratywny (art. 129 ust. 3 ustawy z 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym²). Taka formuła zaprzecza samej istocie dyrektywy niezależności, której sensem jest uwzględnienie rzeczywistego stanu rzeczy, sprowadzającego się do braku jakichkolwiek czynników oddziałujących na sferę motywacyjną członka rady i członka komitetu audytu, nie zaś ograniczenie się do „testu” niewystępowania z natury rzeczy schematycznych i nieuchronnie sztywnych przesłanek ustawowych wykluczających niezależność.

Szkodliwość konstrukcji normatywnej zawartej w art. 129 ust. 3 ustawy o biegłych rewidentach jest tym większa, skoro do spełniania kryteriów niezależności przewidzianych w tej ustawie w sposób bezrefleksyjny odwołują się Dobre Praktyki spółek notowanych na GPW 2021 (pkt 2.3). Równocześnie Dobre Praktyki uzupełniają regułę ustanowioną w wyniku tego odesłania o dodatkowe wymaganie, by przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej nie miało „rzeczywistych” i „istotnych” powiązań z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce. Wymaganie niezależności członków rady nadzorczej ustanowione w Dobrych Praktykach spółek notowanych na GPW 2021 zawiera zatem osobliwe połączenie odesłania do zamkniętych kryteriów wykluczających niezależność oraz „rociągliwego” kryterium braku „realnych” związków, jednak wyłącznie z akcjonariuszami spółki.

W rozprawie próżno jednak szukać krytyki modelu przyjętego w art. 129 ust. 3 ustawy o biegłych rewidentach ani krytyki odesłania do tego modelu w Dobrych Praktykach spółek notowanych na GPW 2021. Doktorant przeszedł do porządku dziennego nawet nad wymaganiem Dobrych Praktyk braku związków niezależnego członka rady nadzorczej z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce (zob. s. 220 rozprawy). Tymczasem wymaganie to oddziałuje bezpośrednio na pozycję inwestorów

² Tekst jedn. Dz.U. z 2023 r., poz. 1015.

instytucjonalnych i może być postrzegane jako nadmiernie krępujące dobór do rady członków niezależnych.

W tych uwarunkowaniach nie sposób uznać, by wyjściowa idea uczestnictwa w organie nadzoru (radzie dyrektorów i radzie nadzorczej), członków niezależnych, wykształcona pierwotnie w systemach anglo-amerykańskich i recypowana na kontynencie europejskim, była w Polsce realizowana w sposób prawidłowy. Zagadnienie to wyznacza konieczny punkt wyjścia do dyskusji nad zasadnością ewentualnego wzmocnienia uprawnień mniejszości dotyczących powoływania części składu rady nadzorczej. Wobec umieszczenia w rozprawie bardzo dużej liczby wątków zagadnienie to z natury rzeczy nie mogło być przez jej Autora należycie rozwinięte, w tym przy uwzględnieniu doświadczeń praktycznych.

4. Zgadzam się z Doktorantem, że mankamentem obecnej regulacji kodeksowej jest utrzymanie przestarzałego modelu fizycznego uczestnictwa akcjonariuszy bądź ich przedstawicieli w walnym zgromadzeniu wobec oddania decyzji odnośnie do głosowania drogą elektroniczną podmiotowi zwołującemu walne zgromadzenie (zob. s. 341–355 i s. 437 rozprawy). Brak wystarczających bodźców skierowanych do spółek, by ułatwić akcjonariuszom udział w walnym zgromadzeniu na odległość. Jest interesujące, że mgr Stefaniak wskazuje, z powołaniem na propozycje reform formułowane w Wielkiej Brytanii, na możliwość całkowitej rezygnacji z formuły zebrania stanowiącego walne zgromadzenie. Przedstawił również autorską propozycję reformy harmonogramu czynności poprzedzających odbycie walnego zgromadzenia (zob. s. 355 rozprawy). Uwagi w tym zakresie oceniam jako bardzo wartościowe; powinny one zostać uwzględnione w ramach ewentualnych prac legislacyjnych zmierzających do unowocześnienia zasad funkcjonowania walnego zgromadzenia. Warto, by Doktorant opublikował zgłoszone postulaty drukiem w formie artykułu naukowego.

5. Nie zgadzam się z twierdzeniem mgr-a Stefaniaka, jakoby z obowiązku lojalności nie można było wywieść obowiązku aktywnego działania akcjonariusza na rzecz spółki (zob. s. 368–369 i s. 437 rozprawy). Pozycja akcjonariusza strategicznego sprawującego kontrolę nad spółką wykazuje punkty styczne z pozycją powiernika innych akcjonariuszy i spółki, choć spoczywający na nim obowiązek lojalności wynika ze stosunku uczestnictwa w spółce (stosunku korporacyjnego), nie zaś stosunku zbliżającego się do zlecenia, jak ma to miejsce np. w przypadku członków zarządu spółki akcyjnej (art. 377¹ § 1 k.s.h.). Trudno wówczas

uznać, że akcjonariusz strategiczny korzysta z „prawa do bycia biernym”, jak określa to Doktorant (zob. s. 369 rozprawy). Orzecznictwo zagraniczne dostarcza wyrazistych przykładów, gdy w sytuacjach kryzysowych na akcjonariuszu tym spoczywa powinność podjęcia działań sanacyjnych, zapewniających przetrwanie spółki, w tym czynienia koncesji także kosztem własnych, partykularnych interesów. Analogiczne obowiązki nie spoczywają natomiast na akcjonariuszach mniejszościowych, w tym na inwestorach instytucjonalnych. Wykazanie, że inwestorzy ci nie są zobowiązani do aktywnej postawy w spółce, nie wymaga dokonywania zabiegu redukcji istoty obowiązku lojalności wspólników i akcjonariuszy spółek, który powinien być postrzegany jako konstrukt uniwersalny dla wszystkich typów spółek. Taki zabieg należy ocenić jako niepotrzebny, a wręcz szkodliwy, gdyż ostatecznie działający na niekorzyść inwestorów mniejszościowych, w tym inwestorów instytucjonalnych, którzy mają prawo oczekiwać od akcjonariusza strategicznego aktywnej postawy, zwłaszcza w sytuacjach kryzysowych, i z postawy tej mogą odnieść (i w praktyce odnoszą) konkretne korzyści.

6. Jak już wspomniano, w pracy brakuje spięcia „klamrą” poszczególnych jej obszarów tematycznych przez sformułowanie wniosków o charakterze generalnym. Symptomatyczne jest, że Autor nie sformułował ani jednego takiego wniosku, odnoszącego się ogólnie do zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w sprawy spółek giełdowych. Między poszczególnymi sposobami oddziaływania na spółki giełdowe zachodzą interakcje, które warto byłoby uwzględnić, np. w ramach punktu 7 „Podsumowanie rozprawy”.

IV. Wnioski końcowe

Ze względu na ramy recenzji mogłem skoncentrować się tylko na niektórych zagadnieniach poruszonych w bardzo obszernej rozprawie doktorskiej mgr-a Stanisława Stefaniaka. Mimo sformułowanych uwag krytycznych i polemicznych rozprawę należy ocenić pozytywnie. Doktorant wykazał się odwagą i ambicją, podejmując się opracowania tak złożonego i wielowątkowego zagadnienia. Nie było ono dotąd przedmiotem opracowań monograficznych, a problem zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w sprawy spółek giełdowych i aktywizacji tej grupy akcjonariuszy nie był przedmiotem szerszego zainteresowania krajowej doktryny prawniczej. Niemniej jednak, jeżeli rozprawa miałaby być w przyszłości

opublikowana drukiem, należy rekomendować rozważenie uwag merytorycznych niniejszej recenzji, w tym pogłębienie przeprowadzonej analizy.

W konkluzji stwierdzam, że przedłożona mi do oceny rozprawa odpowiada wymaganiom stawianym rozprawom doktorskim w obowiązujących przepisach prawa i może stanowić podstawę nadania Kandydatowi stopnia doktora nauk prawnych. Dlatego wnoszę o dopuszczenie Doktoranta do dalszych etapów w przewodzie doktorskim.

