



Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji
Katedra Prawa Handlowego, (0048 22) 5520472
ul. Krakowskie Przedmieście 26/28, 00- 927 Warszawa

Prof. zw. dr hab. Aleksander Chłopecki

Warszawa 14 grudnia 2025 r.

RECENZJA PRACY DOKTORSKIEJ

Tytuł pracy:

Autor: mgr Stanisław Stefaniak

Promotor: Prof. zw. dr hab. Tomasz Sójka

I. Ocena wyboru tematu pracy

Konstrukcja pracy wzbogacona jest o wnioski i jest poprawna. Tytuł pracy odwołuje się do pojęcia używanego powszechnie w języku prawniczym, ale w praktyce rzadko używanym w języku prawnym. Odnosi się bowiem do ładu korporacyjnego (*corporate governance*). Ład korporacyjny jest w istocie pojęciem niezdefiniowanym - wszelako, skoro istnieje ład, to istnieje również nieład. W sensie logicznym i ontologicznym „ład” oznacza zarówno ład jak i nieład. Pojęcie „ładu korporacyjnego”, jest zatem pozbawione sensu i treści. Oznacza bowiem interakcję między spółką i jej organami a światem zewnętrznym, na który składają się zarówno interesariusze spółki, jej akcjonariusze jak i wszelkie inne podmioty wchodzące z nią w interakcje. Zarówno te interakcje prawnie i moralnie poprawne jak i te prawnie i moralnie niepoprawne. Być może lepszym tytułem byłoby po prostu wskazanie na „Prawne aspekty zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych”. Przykładowo, nawiązując do jednego z podrozdziałów rozdziału pierwszego, inwestorzy instytucjonalni nie angażują się władz korporacyjnych, tylko angażują się w zarządzanie spółką lub w jej strategiczną politykę. Wszelako, mając na względzie, że pojęcie „ładu korporacyjnego” jest pojęciem modnym, należy wybaczyć takie zdefiniowanie tematu pracy zarówno magistrantowi jak i promotorowi. Niechęć autora recenzji do samego pojęcia „ładu korporacyjnego”, nie może przesłonić faktu, że temat pracy jak i sama praca spełniają wszystkie wymogi pracy doktorskiej i to z nadstatkiem.

II. Uwagi ogólne

W zakresie uwag ogólnych zwraca przede wszystkim uwagę, iż w znaczącej mierze praca stanowi kompendium istniejących poglądów doktryny. Nie można jednak odmówić Autorowi odwagi w przyjmowaniu własnych koncepcji jak i krytyce, już ogłoszonych poglądów doktryny

Konstrukcja pracy nie budzi większych wątpliwości. Praca podzielona jest na sześć rozdziałów. Chodzi o pierwszy odnosi się do pojęcia formy i specyfiki zaangażowania akcjonariuszy, rozdział drugi odnosi się do dialogu między spółką a inwestorami. W rozdziale trzecim autor podejmuje wyzwanie wynikające ze współdziałania akcjonariuszy, w świetle przepisów o nabywaniu tych pakietów akcji. Rozdział czwarty odnosi się do kształtowania składu osobowego rady nadzorczej i zarządu. Rozdział piąty odnosi się do Walnego Zgromadzenia. Rozdział szósty zawiera uwagi dotyczące szczególnych sposobów partycypacji funkcjonowanie spółki giełdowej na przykład poprzez fundusze inwestycyjne lub emerytalne.

Sama długość recenzowanej pracy jest przekleństwem recenzenta (i pewnie promotora), należy jednak podnieść, że zakres tematyczny w jakimś sensie, długość pracy, uzasadnia. Za wyróżniające należy uznać bibliografię w zakresie zarówno prac naukowych w języku polskim jak i w językach obcych.

Pomijając wskazane w punkcie poprzedzającym wątpliwości odnoszące się do samego pojęcia „ładu korporacyjnego”, konstrukcja prac jest spójna i uporządkowana.

III. Tezy rozprawy -stanowisko recenzenta

Zgodnie z opiniami Autora: Zakaz ujawniania tajemnic spółki (obowiązek poufności; art. 377¹ § 2 KSH) ciążyący na członkach organów nie zabrania przekazywać informacji o spółce (wybranym) akcjonariuszom. Obowiązek poufności nie ma charakteru absolutnego, a ujawnienie tajemnic spółki jest dopuszczalne, jeżeli jest ono w interesie spółki. Tezę uznaję za prawdziwą – jakkolwiek w sensie faktycznym i postulatywnym a nie (niestety) normatywnym.

Zasada równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH) nie ma charakteru absolutnego; nakazuje ona traktować akcjonariuszy jednakowo w takich samych okolicznościach. Zróżnicowane traktowanie akcjonariuszy w dostępie do informacji o spółce jest więc uzasadnione, jeżeli przemawia za tym zróżnicowanie okoliczności, w jakich się znajdują oraz jeżeli jest to uzasadnione z perspektywy interesu spółki. Odmienne okoliczności mogące uzasadniać uprzywilejowanie informacyjne inwestorów instytucjonalnych to: (i) profesjonalny charakter, wiedza, doświadczenie i zasoby tych inwestorów, które sprawiają, że wymiana informacji o spółce może być szczególnie wartościowa dla samej spółki; (ii) posiadanie przez nich znacznych (mniejszościowych) pakietów akcji; (iii) względy reputacyjne i korzyści z prowadzenia odpowiednich relacji inwestorskich przez spółkę; (iv) sam fakt aktywnej postawy danego inwestora i chęci wejścia w dialog ze spółką. Zasada równego traktowania akcjonariuszy nie wyklucza więc możliwości selektywnego ujawniania informacji inwestorom instytucjonalnym; jego dopuszczalność należy oceniać *ad casum*. **Tezę uznaję za słuszną – ale Autor wyraźnie bał się sformułować tezę o potrzebie zaistnienia normy wprost akceptującej różnice między akcjonariuszami i wskazującej na treść tych różnic.**

Słuszną jest konstatacja, że *de lege ferenda* zasadne jest uchylenie art. 428 KSH Mimo, że przepis ten ma na znaczenie przy ocenie dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z akcjonariuszem, jak również, iż należy uwzględnić specyfikę testu ścisłości związku ujawnienia z wykonywaniem czynności w ramach obowiązków członków zarządu, wynikającą z otwartego charakteru tych obowiązków, sprowadzających się do działania w interesie spółki. Główne kryterium oceny stanowi więc konieczność ujawnienia. Ocena konieczności musi być dokonywana *ad casum*, lecz zasadniczo ujawnienie informacji poufnej na potrzeby dialogu z inwestorami nie powinno być uznane za konieczne. Jednak w wyjątkowych przypadkach, jeżeli w ocenie zarządu ujawnienie informacji jest niezbędne dla prowadzenia dialogu, z którego wynikają szczególne korzyści z punktu widzenia interesu spółki, ujawnienie to może być uznane za dozwolone na gruncie art. 10 ust. 1 MAR

Nie zgadzam się z tezą Autora, że zaliczenie akcjonariusza do katalogu insiderów pierwotnych (art. 8 ust. 4 lit. b) MAR) nie stanowi podstawy prawnej dla ujawniania informacji poufnych (znaczącym) akcjonariuszom. Status insidera pierwotnego stanowi

konsekwencję wejścia przez akcjonariusza w posiadanie informacji poufnej z racji posiadania udziałów w kapitale emitenta. Tu podzielam poglądy M. Romanowskiego.

Zgadzam się z poglądem, że wobec ogólnego braku uprawnienia akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 6 KSH) oraz braku wyraźnej podstawy prawnej akcjonariusz nie ma uprawnienia do dostępu do informacji o tożsamości akcjonariuszy uzyskanych przez spółkę w tym trybie. Spółka może jednak takie informacje akcjonariuszowi udostępnić. Ryzyko prawne z tym związane polega na ewentualnym wyrządzeniu szkody akcjonariuszom, poprzez ujawnienie informacji istotnych gospodarczo. Ryzyko to spółka może jednak zminimalizować w praktyce, np. ograniczając zakres podmiotowy oraz nie wskazując dokładnej liczby akcji posiadanych akcjonariusza.

Zgadzam się z poglądem, że przepisy ustanawiające definicję działania w porozumieniu (art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p.) są konstrukcyjnie wadliwe, co pogłębia ryzyko prawne jakie generują one dla współpracy akcjonariuszy w ramach zaangażowania. Konstrukcja definicji działania w porozumieniu powinna zostać uproszczona i oparta na obecnym brzmieniu art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p.

Zgadzam się z poglądem, że za nieuzasadnione należy uznać odwołanie w definicji działania w porozumieniu do samego *zamiaru* nabycia akcji (lub podjęcia innych czynności), które *de facto* znosi zupełnie minimalny próg głosowy od którego aktualizuje się obowiązek notyfikacyjny dla podmiotów działających w porozumieniu. Funkcją instytucji działania w porozumieniu nie jest nakładanie na podmioty działające w porozumieniu surowszych obowiązków notyfikacyjnych niż te ciążące na indywidualnych akcjonariuszach a jedynie zapewnienie efektywności tych obowiązków w ich podstawowej postaci.

Całkowicie nie zgadzam się z poglądem, że należy przyznać zarządowi generalną kompetencję do badania ograniczeń legitymacji akcjonariusza do wykonywania prawa głosu wynikających z art. 89 u.o.p. i w konsekwencji nieuwzględnienia głosów objętych w ocenie zarządu sankcją zawieszenia prawa głosu w toku walnego zgromadzenia. **Jest to zdecydowanie rola sądu.**

Nie zgadzam się z poglądem, że rada nadzorcza posiada kompetencję do prowadzenia dialogu z akcjonariuszami, która jest kompetencją pochodną, instrumentalną dla prawidłowej realizacji podstawowej funkcji pełnienia stałego nadzoru nad działalnością

spółki (art. 382 § 1 KSH). Nie istnieje podstawa normatywna do jakiegokolwiek zewnętrznej interakcji rady nadzorczej.

Zgadzam się z poglądem, że projekty uchwał zgłaszane zarówno w trybie art. 401 § 1 jak i art. 401 § 4 KSH mogą i powinny zawierać uzasadnienie. Uzasadnienie może przy tym obejmować dokumenty takie jak raporty czy analizy stanowiące załączniki, które podlegają publikacji jako dokumentacja przedstawiana walnemu zgromadzeniu w rozumieniu art. 402³ § 1 pkt. 3 KSH. Zarząd nie może ingerować w treść wniosków akcjonariuszy, może jednak opatrzyć je własnym komentarzem lub rekomendacją co do głosowania. W ten sposób publikowany na stronie internetowej spółki porządek obrad może służyć jako forum komunikacji pomiędzy akcjonariuszami w okresie poprzedzającym walne zgromadzenie.

Nie zgadzam się z poglądem o istnieniu obowiązku lojalności akcjonariusza. Istnienie tego obowiązku wymaga interwencji ustawodawcy. Zgadzam się, wszakże z Autorem, że z obowiązku lojalności jedynie wyjątkowo można wywodzić obowiązek pozytywnego zachowania się akcjonariusza. W konsekwencji, z obowiązku lojalności akcjonariusza nie można wywodzić „obowiązku zaangażowania”. Akcjonariusz nie jest zobowiązany do działania na rzecz spółki; członkostwo w spółce co do zasady wiąże się z uprawnieniami, nie obowiązkami. Przybranie bierniej postawy, poza zupełnie wyjątkowymi przypadkami, nie stanowi naruszenia obowiązku lojalności.

III. Uwagi szczegółowe

S. 15 i następne. Wątpliwości budzi użycie terminu **aktywistycznych** funduszy, w tym aktywistycznych funduszy hedgingowych. Samo użycie słowa „aktywistyczne” jest w oczywisty sposób niepoprawne. Autor doktoratu, użył tu niezbyt szczęśliwej kalki językowej, zamiast użycia określenia na przykład „korporacyjnie aktywni” lub innego. Antonimem jest tu na przykład – po prostu „pasywni”. Powstaje również pytanie co w istocie rozumie Autor jako fundusze hedgingowe? Każdy racjonalnie działający fundusz inwestycyjny stosuje strategię zabezpieczającą przed ryzykiem, na przykład nabywając opcję put lub call. Czy zatem każdy z tych funduszy jest funduszem hedgingowym?

s. 23 – „Wysokie znaczenie”? Kwestia lingwistyczna.

s. 26 - „ekonomiczna relacja agencji” – to chyba wymaga wytłumaczenia. Ale go (na tym etapie) brak.

s. 27 Autor trafnie definiuje fundusze inwestycyjne jako odrębne masy majątkowe. Skąd

jednak wzięła się teza o „fundacyjnej osobie prawnej”?

s. 36 i nast., s. 75 Brak jest na tym (i następnych) analizy art. 20 KSH. Kompletnie niezrozumiałe jest odrzucenie prawa do różnicowania akcjonariuszy proporcjonalnie do ich udziału kapitałowego.

s. 48 i inne – „aktywizm” – „aktywność”

s. 51 i nast. -Należałoby przytoczyć regulacje kodeksów dobrych praktyk.

s. 82 i nast. Wnioski Autora wynikające z zastosowanie artykułu 428 kodeksu spółek handlowych, są poprawne, ale nie zawierają wystarczającej puenty. Artykuł 428 kodeksu spółek handlowych, przynajmniej w stosunku do spółek giełdowych, powinien być derogowany jako nieznajdujący zastosowania i pomijany w praktyce funkcjonowania spółek giełdowych. Zamiast niego należałoby wprowadzić regulacje wprowadzające uprawnienie akcjonariuszy dominujących i większościowych do określonej puli informacji, a jednocześnie jasno określających, że dostępu do tej informacji nie mają akcjonariusze mniejszościowi. Praktyka życiowa wskazuje, że pracownik konkurenta danej spółki giełdowej posiadający jedną akcję nabytą wyłącznie w celach utrudnienia działalności korporacyjnej, jest zjawiskiem relatywnie częstym. W tym kontekście należy sugerować wprowadzenie regulacji, pozwalającej na dostarczenie akcjonariuszowi, większościowemu, w pełnym zakresie i instytucjonalnemu w ograniczonym zakresie, informacji o stanie finansowym spółki. Hipokryzja nigdy nie stanowi rozwiązania problemu prawnego.

s. 87- Art. 428 KSH w ogóle nie dotyczy rady nadzorczej. Teoretycznie zatem nie ma ona żadnych uprawnień do udzielania informacji komukolwiek i kiedykolwiek, jakkolwiek udzielanych informacji na bieżąco, podmiotom które mają wpływ na powołanie członków rady nadzorczej.

s. 87 - Słuszna jest uwaga, że żaden z członków organu spółki nie chce i nie powinien zostawiać tego co autor określił jako „ślady papierowe”.

s. 89 in fine – zgoda. Gorzka, ale zgoda.

s. 99 – trafna jest uwaga o bezskuteczności art. 428 KSH wobec akcjonariusza dominującego przy jednocześnie blokowaniu interakcji z akcjonariuszami instytucjonalnymi.

s. 100 i następne – za trafny uważam postulat uchylecia art. 428 KSH w stosunku do spółek giełdowych. I uważam, żeby jest sens zastąpienia go inną regulacją niż ta przewidziana już w obowiązujących przepisach (Rozporządzenie MAR etc.)

s. 104 i nast. wyduje się, iż pogłębienia wymaga kwestia, informacji poufnych

przekazywanych inwestorom wbrew ich woli. Wydaje się, że nie powinny na nich spoczywać żadne obowiązki prawne wynikające z rozporządzenia MAR.

s. 113 - Trudno zgodzić się z poglądem, iż racjonalnym inwestorem jest inwestor profesjonalny. Jest to sprzeczność sama w sobie. Jakkolwiek należy się zgodzić, że wzorzec przeciętnego konsumenta i przeciętnego inwestora są zupełnie odmiennymi pojęciami zarówno w sensie faktycznym jak i prawnym, To jednak nie upoważnia to do uznawania przeciętnego inwestora za inwestora profesjonalnego.

S. 128 - Dialog z inwestorami polega przede wszystkim na ujawnianiu informacji poufnych. Inne informacje posiadają z publicznie dostępnych źródeł.

s. 142 i nast. Koncepcja ujawniania na danych osobowych akcjonariuszy jest efektem postępującej autoryzacji działań o charakterze antydemokratycznym, czyli pozbawiania, w tym przypadku inwestorów, poufności danych dotyczących ich inwestycji w ogóle i w szczególności. Należy się zatem odnieść do tego w sposób zdecydowanie negatywny. Regulacje Unii Europejskiej w tym zakresie, stanowią przyczynek do rozwoju tendencji odnoszących się do wyjścia określonych krajów z Unii Europejskiej.

S. 145 in fine – w kontekście powyższego –postulat narusza prawa i wolności obywatelskie.

s. 146. Należy podzielić pogląd autora odnośnie do potrzeby uchylenia artykułu 428 KSH. Nie wydaje się jednak, iżby propozycje autora dotyczące uchylenia artykułu były szkole rolowane z propozycjami wprowadzenia regulacji, które uporządkują chaos informacyjny na linii między spółką a akcjonariuszami.

s. 165 - Należy zgodzić się z Autorem, iż powiązanie samego zamiaru nabycia akcji z obowiązkiem notyfikacyjnym wprowadza rynek błąd.

s. 167 – propozycja ciekawa.

s. 173 i nast. Absolutnie nie zgadzam się z opinią Autora, iż jednorazowe porozumienie na jednorazowym walnym zgromadzeniu oznacza porozumienie w rozumieniu przepisów ustawy. Takie rozumienie przepisu rozszerza jego znaczenie oraz sankcje z nim związane w sposób, konstytucyjnie niedopuszczalny, albowiem uniemożliwia jakkolwiek dyskurs na przykład na walnym zgromadzeniu lub przed jego rozpoczęciem.

S. 200 i nast. Autor nie posługuje się, określeniem legitymacji formalnej, które w tej sprawie jest kluczowe. O ile istnieje legitymacja formalna w spółce giełdowej polegająca na przesłaniu przez KDPW stosownej listy akcjonariuszy, to nie istnieje

żaden możliwy powód ani żadne uprawnienie normatywne, do kwestionowania przez zarząd tej legitymacji. Należy zatem podnieść, że ani zarząd, ani przewodniczący Walnego Zgromadzenia nie posiada uprawnienia, w sensie normatywnym, ani celowościowej do kwestionowania statusu akcjonariusza posługującego się legitymacją formalną. Takie prawo ma jedynie sąd. Przynajmniej w kraju praworządnym. Nie ma zatem mowy, jak pisze doktorant o „ograniczonym prawie do kwestionowania” ponieważ skoro to prawo nie istnieje, to nie może być ograniczone. Oczywiście może zajść sytuacja, której Doktorant nie dostrzegł, że sąd wykluczy danego akcjonariusza z możliwości wykonywania prawa głosu poprzez stosowne postanowienie o dokonaniu zabezpieczenia, co również wywołuje pewien moralny sprzeciw, ale przynajmniej jest zgodne z istotą praworządności.

s. 204 – Absolutnie nie! Autor doktoratu powinien sobie uzmysłwić, że kontrolowany, nie powinien wybierać sobie kontrolujących... Jeżeli bowiem kontrolowany wybiera sobie kontrolujących... to nie jest kontrolowanym.

s. 217 - Warto byłoby zawrzeć w tym momencie opis sposobu i rozumienia zjawiska określonego jako *soft law*.

s. 231 – ocena członka rady nadzorczej wybranego grupami jako realizującego partykularne interesy grupy jest słuszna. Czy może warto pochylić się nad konsekwencjami normatywnymi?

s. 241 Co Autor ma na myśli mówiąc o „obowiązku publicznoprawnym”?

s. 253 (przed pkt. 4.2.4.) bardzo trafne uwagi. czy me jakaś propozycja normatywna?

s. 257 - Konflikt interesów sam w sobie nie jest zakazany, albowiem jest stanem obiektywnym. Zakazany jest ukrywanie istnienia konfliktu interesów lub świadome i celowe dążenie do jego zaistnienia.

s. 265 – A w której części pracy doktorskiej opisał pojęcie obowiązku lojalności jak również wskazał z jakich przepisów obowiązek ten wynika?

s. 281 – stanowisko słuszne.

s. 306 (przed pkt 4.3. in fine) – słusznie.

s. 321 in fine – słusznie, ale co Doktorant proponuje?

s. 350 i nast. – bardzo trafny wywód i propozycje *de lege ferenda*.

s. 356 – czy obowiązek informacyjny wiąże się z obowiązkiem zaangażowania? Trafne pytanie Ale jaka powinna być odpowiedź?

IV. Ocena podsumowująca

Na zakończenie części szczegółowej recenzji podkreślić należy, że przedstawione powyżej uwagi szczegółowe w żadnej mierze nie dezawuuują wartości tej pracy, nie osłabiają konkluzji o jej wartości naukowej, która zawarta będzie w ocenie podsumowującej. Ewentualna publikacja pracy powinna jednak nastąpić pod warunkiem pewnych zmian treści i uzupełnień. Należy przy tym podkreślić, że w pracy ujawniły się niewątpliwie znaczące różnice poglądów między recenzentem a Autorem pracy, ale również znaczące zbieżności tych poglądów. Naturą i istotą recenzji jest, wszakże podkreślanie nie tyle zbieżności, ale właśnie rozbieżności. Stąd też krytycznych uwag zawartych w recenzji należy rozpatrywać nie w kontekście krytyki warsztatu naukowego Doktoranta i lecz wyłącznie poprzez pryzmat odmiennych w pewnych kwestiach poglądów. Co w nauce jest nie tylko dopuszczalne, ale i celowe. Jeszcze raz muszę wskazać, że przynajmniej w pewnym zakresie odmiennosć poglądów między mną i Doktorantem jest jednocześnie odmiennosć poglądów między mną a Promotorem. I tym bardziej nakazuje to uznać, że uwagi krytyczne mają wyłącznie charakter polemiczny, w żadnej mierze pracy nie dezawuuują. A na poglądy potwierdzające zgodności poglądów, wobec obszerności pracy i stosunkowo znaczącej obszerności recenzji – miejsca nie starczyło.

V Konkluzja

Przedstawiona rozprawa doktorska spełnia kryteria określone w art. 187 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. W szczególności praca ta stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje wysoką ogólną wiedzę teoretyczną Doktoranta w zakresie nauk prawnych jak również stanowi dowód, że Doktorant posiada umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Dodatkowo - wnioskuje o przyznaniu pracy wyróżnienia (mając, wszakże nadzieję, że przed publikacją Doktorant opamięta się w zakresie przyznawania zarządowi kompetencji sądu).

.....
/prof. dr hab. Aleksander Chłopecki

Katedra Prawa Handlowego WPIA UW/