

Dr hab. Krzysztof Oplustil, prof. UJ

Katedra Prawa Publicznego Gospodarczego i Polityki Gospodarczej

Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego

Kraków, dnia 17.12.2025 r.

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr-a Stanisława Stefaniaka

pt. „Prawne aspekty zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny spółek giełdowych”

I. Wybór tematu i problemów badawczych rozprawy oraz jej zakres

Przedmiotem recenzowanej rozprawy doktorskiej jest problematyka prawnych ram zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład (nadzór) korporacyjny spółek giełdowych. Autor (podobnie jak prawodawca unijny przy uchwalaniu dyrektywy SRD II z 2017 r.) czyni aprioryczne założenie, że wpływ wywierany na spółki przez takich inwestorów poprzez aktywne wykonywanie w nich praw korporacyjnych (m.in. prawa do informacji, prawa głosu) oraz wchodzenie w dialog z zarządem ma z reguły pozytywny wpływ na jakość ładu korporacyjnego spółki, a w konsekwencji – także na efektywność zarządzania i nadzoru w spółce, co znajduje odzwierciedlenie w jej wyniku ekonomicznym i wartości rynkowej akcji. Jednak teza ta, zwłaszcza w doktrynie amerykańskiej, wywołuje kontrowersje. Zwolennicy koncepcji ładu korporacyjnego opartego na prymacie dyrektorów (*director primacy model of corporate governance*) podważają to założenie wykazując, że zbyt ni aktywizm akcjonariuszy, w tym inwestorów instytucjonalnych, ma negatywny wpływ na jakość ładu korporacyjnego¹. Szkoda, że Autor nie podjął próby weryfikacji przyjętej tezy o (generalnie) pozytywnej roli, jaki odgrywają aktywistycznie inwestorzy instytucjonalni (czy

¹ Najbardziej prominentnym przedstawicielem tego nurtu jest S.M. Bainbridge. Por. opracowania tego autora: *Shareholder Activism and Institutional Investors* (2005) oraz *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, *Harvard Law Review*, 2005, s. 1735. Obydwa opracowania są dostępne na <https://www.ssrn.com/ssrn/> Jak stwierdza ten autor: „Activism by investors undermines the role of the board of directors as a central decision-making body, thereby making corporate governance less effective. Finally, relying on activist institutional investors will not solve the principal-agent problem inherent in corporate governance but rather will merely shift the locus of that problem.” Koncepcja Bainbridge’a stoi w opozycji do lansowanej m.in. przez L. Bebchuka tezy o potrzebie wzmocnienia pozycji akcjonariuszy w amerykańskim ładzie korporacyjnym (*empowering shareholders*).

szerzej – aktywistyczni akcjonariusze) w ładzie korporacyjnym na tle dyskusji toczącej się w doktrynie amerykańskiej oraz odniesienia jej do polskich uwarunkowań. Taka analiza mogłaby również stanowić punkt wyjścia dla wskazania „ciemnych stron” aktywizmu akcjonariuszy (np. szantażu korporacyjnego) oraz prawnych sposobów zapobiegania i zwalczania takich patologicznych zachowań (w ograniczonym zakresie Autor zwraca uwagę na te mankamenty na s. 47-48 w kontekście działań podejmowanych przez fundusze hedgingowe). Najlepiej byłoby poprzedzić *stricte* prawną analizę badaniami empirycznymi, co jednak wiązałoby się z istotnymi trudnościami ze względu na brak danych statystycznych i informacji miarodajnych w tym zakresie, na co zwraca uwagę Autor (por. skąpe informacje zawarte na s. 31 dot. polskiego rynku kapitałowego).

Pewne zastrzeżenia można mieć również do tytułu rozprawy: Termin „zaangażowanie akcjonariuszy” jest wprawdzie pochodną tytułu dyrektywy 2017/828 (SRD II), w której występuje to pojęcie jako tłumaczenie angielskiego „*engagement*” (ściślej: *long-term shareholder engagement*). W istocie chodzi tu jednak o aktywną rolę, jaką mogą odgrywać akcjonariusze w kształtowaniu ładu korporacyjnego spółki i w szeroko rozumianym nadzorze nad spółką, przede wszystkim poprzez aktywne wykonywanie uprawnień korporacyjnych i wpływ na procesy decyzyjne w jej organach. Dlatego być może właściwsze byłoby odwołanie się w tytule wprost do tej roli (np. „Prawne uwarunkowania aktywnej roli inwestorów instytucjonalnych w kształtowaniu ładu korporacyjnego (*względnie: w nadzorze korporacyjnym*) spółek giełdowych”).

Problematyka analizowana w dysertacji („prawne aspekty” zaangażowania inwestorów instytucjonalnych) została zakreślona bardzo szeroko, ponieważ obejmuje prawne uwarunkowania wynikające nie tylko z prawa spółek, ale także z prawa rynku kapitałowego i sektorowych regulacji dotyczących różnych kategorii inwestorów instytucjonalnych. Wpływa to na dużą objętość pracy, liczącej prawie 440 stron skoncentrowanego tekstu, przy czym każdej z analizowanych w rozprawie instytucji Autor poświęca obszernie rozważania (również o charakterze komparatystycznym) pozostające niekiedy tylko w pośrednim związku z zasadniczym tematem dysertacji. Ograniczenie tych rozważań do aspektów bezpośrednio dotyczących inwestorów instytucjonalnych mogłoby pozytywnie wpłynąć na czytelność rozprawy.

Zaletą pracy jest jej przekrojowy i kompleksowy charakter oraz oryginalność perspektywy badawczej. W dotychczasowej polskiej doktrynie prawa handlowego brakowało opracowania, które zawierałoby analizę zagadnień ładu korporacyjnego spółki publicznej z punktu widzenia roli i szczególnych uwarunkowań (prawnych i faktycznych) funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych. Recenzowana praca wypełnia tę lukę. Przekrojowość i kompleksowość rozprawy polega na analizowaniu różnych instytucji z zakresu szeroko rozumianego ładu korporacyjnego (obejmującego również regulacje prawa rynku kapitałowego), w szczególności o tak centralnym znaczeniu, jak rada nadzorcza czy walne zgromadzenie. Z jednej strony pozwala to ukazać znaczenie tych prawnych instytucji

dla zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny, zidentyfikować mankamenty aktualnych rozwiązań normatywnych oraz sformułować propozycje ich poprawy. Z drugiej strony, jak już zaznaczono, zbyt szeroki zakres prowadzonej analizy wpływa na znaczną objętość rozprawy i małą przejrzystość (stwarzającą niekiedy wrażenie chaotyczności) prowadzonego wywodu. Ponadto, Autorowi można zarzucić pewną arbitralność w wyborze relewantnych „aspektów prawnych” zaangażowania, w szczególności pominięcie takich instytucji jak żądanie powołania rewidenta do spraw szczególnych (art. 84-86 ustawy o ofercie publicznej) czy prawa akcjonariusza do wytoczenia powództwa o naprawienie szkody wyrządzonej spółce (art. 486 k.s.h.), których prawne ukształtowanie może mieć również znaczenie dla przedmiotowego zaangażowania inwestorów. Korzystanie przez nich także z tych uprawnień można by uznać za mieszczące się w pojęciu „zaangażowania” w rozumieniu prawa unijnego (jako element „monitorowania” spółki czy współpracy z innymi akcjonariuszami, por. s. 35 i n.). Autor mógłby wykazać, w ramach określonego przez siebie celu badawczego nr 2 (s. 20), dlaczego inne uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy (dotyczy to także uprawnienia do zaskarżenia uchwał) czy prawa mniejszości mają drugorzędne znaczenie dla problematyki będącej przedmiotem rozprawy.

Niezależnie od powyższych krytycznych uwag odnośnie do tytułu i zakresu problemowego pracy, zarówno wybór jej przedmiotu, jak i analizowane przez Doktoranta problemy badawcze zasługują na pozytywną ocenę.

II. Konstrukcja rozprawy, zastosowane metody badawcze oraz warsztat

1. Rozprawa składa się z sześciu rozdziałów oraz wstępu, podsumowania i zebrania głównych tez. Taka, zasadniczo spójna i logiczna, konstrukcja rozprawy jest pochodną problemów badawczych oraz form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w kształtowanie ładu korporacyjnego. Moje zastrzeżenie dotyczy po pierwsze, tytułu rozdziału pierwszego („Uwagi wprowadzające”), z którym to tytułem pokrywa się częściowo tytuł jego pierwszego podpunktu („Wprowadzenie”) oraz podpunktu 1 Wstępu („Wprowadzenie do tematu rozprawy...”). Metodologicznie właściwsze byłoby merytoryczne powiązanie tytułu tego rozdziału z jego treścią, choćby np. „Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych – zagadnienia pojęciowe i definicyjne”. Po drugie, moje wątpliwości budzi zasadność umieszczenia treści rozdziału 6 jako rozdziału ostatniego, zamykającego rozprawę. Rozdział ten zawiera m.in. omówienie instrumentów służących wzmacnianiu zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, jakie są przewidziane w prawie unijnym i polskim, oraz rozwiązania prawoporównawcze w tym zakresie. W mojej ocenie zasadne byłoby umieszczenie tych rozważań na początku pracy, bezpośrednio po rozdziale pierwszym lub nawet (przynajmniej częściowo) w jego ramach. Uwagi zawarte w rozdziałach: pierwszym i szóstym bezpośrednio dotyczą inwestorów instytucjonalnych, a uchwalenie SRD II i jej implementacja do prawa krajowego nadały normatywne znaczenie problematyce ich

zaangażowania w kształtowanie ładu korporacyjnego, dlatego przedstawienie tych regulacji powinno stanowić punkt wyjścia dla dalszych rozważań zawartych w pracy, których przedmiotem są „uniwersalne” (tj. nie dotyczące wyłącznie inwestorów instytucjonalnych) regulacje prawa rynku kapitałowego i prawa spółek. Po trzecie, sztuczne wydaje się rozdzielenie rozważań odnoszących się do dialogu pomiędzy spółką a inwestorami, zawartych w rozdziale 2, oraz uwag dotyczących prawa akcjonariuszy do informacji na walnym zgromadzeniu, co stanowi treść punktu piątego w rozdziale 5. W mojej ocenie zagadnienia te pozostają w tak ścisłym funkcjonalnym i normatywnym związku, że powinny być omawiane i analizowane łącznie.

Jak zaznacza sam Autor we wstępie (s. 21), w rozprawie zastosowano głównie metodę dogmatyczną, polegającą na ustaleniu, w drodze wykładni, treści normatywnej obowiązujących przepisów prawa. Istotne znaczenie ma również metoda komparatystyczna, odwołująca się do jurysdykcji (przepisów i orzecznictwa) niemieckiej (zdecydowanie najczęściej), angielskiej, amerykańskiej, a niekiedy także włoskiej i izraelskiej. Nie sposób oprzeć się wrażeniu, że metoda ta stosowana jest dość arbitralnie, tj. w odniesieniu do niektórych analizowanych instytucji ma charakter bardziej pogłębiony (tak np. w przypadku analizy prawnych instrumentów wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład organu administrującego lub nadzorczego spółki, s. 234), a niekiedy raczej powierzchowny (np. s. 267). Również wybór określonych jurysdykcji jako tła porównawczego wymagałby uzasadnienia. Podkreślić jednak wypada, że uwagi komparatystyczne nie mają charakteru sztucznego, lecz wnoszą z reguły „wartość dodaną” do analizy prowadzonej na tle prawa polskiego oraz stanowią podstawę dla formułowania ciekawych propozycji *de lege ferenda* mających na celu jego poprawę. Szkoda, że w dość znikomym stopniu wykorzystano metodę empiryczną, pozwalającą ustalić rzeczywisty wpływ, jaki wywierają inwestorzy instytucjonalni na kształtowanie ładu korporacyjnego i procesy decyzyjne polskich spółek giełdowych (por. s. 31). Jak rozumiem, wynika to z ograniczonego dostępu do informacji czy też braku miarodajnych danych statystycznych w tym zakresie.

Ocena aspektów formalno-warsztatowych pracy nie jest jednoznaczna. Z jednej strony podkreślić należy wysoką jakość warsztatu naukowego Doktoranta. Przedstawienie stanowisk reprezentowanych w doktrynie lub orzecznictwie zostało jasno oddzielone od własnych przemyśleń i poglądów Autora, który zawsze przywołuje argumentację w celu ich uzasadnienia. Przypisy zostały opracowane z reguły starannie, choć w wielu miejscach brak powołania numeru strony cytowanego opracowania (por. np. przyp. 49, 54, 69, 71, 73, 76, 79, 86, 110, 155, 164, 166, 204 itd.). Autor nie ustrzegł się też swoistej manieri „podwójnej narracji”, tj. rozbudowanych przypisów, w których prowadzone są rozważania równoległe do analizy prowadzonej w tekście głównym (por. przyp. na s. 66, 67, 69, 289, 291-292, 329). Przypis 1059 na s. 320 jest niekompletny (brak określenia numeru przypisu, w którym ma znajdować się przywołana literatura). Z drugiej strony, należy wskazać na liczne mankamenty językowe, stylistyczne oraz błędy gramatyczne i interpunkcyjne, a także literówki

występujące w recenzowanej pracy, które niekiedy utrudniają lekturę, a nawet zmieniają sens zdań i zawartych w nich tez (przykładowo na s. 81 jest: „(...) że zarząd ma obowiązek udzielania akcjonariuszom informacji poza walnym zgromadzeniem”, a powinno być: „(...) że zarząd **nie** ma obowiązku udzielania akcjonariuszom informacji poza walnym zgromadzeniem”). Szczegółowe wyliczenie wszystkich tych błędów i usterek nie jest celowe, ponieważ wykraczałoby poza ramy recenzji. Dlatego ograniczę się do wskazania niektórych z nich:

- na s. 63 – urwane zdanie („(...) jest zapewnienie...”);
- s. 66 – styl („jeżeli cena akcji spółki jest efektywnie inkorporuje informacje (...));
- s. 73 – styl („mogąca zaszkodzić reputacyjne spółce”, „powszechnie przyjmuje się do drugie”);
- s. 107 – styl („Test realności może przysparzać trudności **przede wszystkim w przypadku przede wszystkim w kontekście** oceny tego, czy informacja dotyczy zdarzeń lub okoliczności przyszłych, których wystąpienia można zasadnie oczekiwać. Wykładni tego pojęcia dokonał TSUE w wyroku w sprawie *Geltl vs. Daimler*. Trybunał orzekł, **że żeby uznać, że danego** zdarzenia (...)”, podkr. K.O.);
- s. 112 – styl („Należy też zauważyć, że wpływ danej informacji na cenę instrumentu może nie przejawiać się w jej zmianie (wzroście, spadku), a również w podtrzymaniu **ceny informacji** (np. w przypadku informacji potwierdzającej realizację przez emitenta prognozowanych wyników finansowych.”, podkr. K.O., chodziło zapewne o cenę nie informacji, lecz instrumentu finansowego);
- s. 139 – styl („Za kolei spółką giełdową jest spółką z siedzibą (...));
- s. 145 – styl, niejasne, zdanie urwane („Można jednak rozważać, czy z obowiązku lojalności akcjonariusza wobec pozostałych akcjonariuszy, mającego źródło w nakazie dążenia do wspólnego celu **nie wynika obowiązek nie można wywieść dyrektyw.**”), podkr. K.O.;
- s. 145 – styl („Oceniając dopuszczalność ujawnienia przez spółkę danych o tożsamości akcjonariuszy należy wziąć pod omawiane już powyżej uwagę pozostałe przepisy dotyczące (...));
- s. 161 – zdanie urwane („Są to raczej okoliczności.”);
- s. 177 – styl, niejasne („przed ewentualnymi nadużyciami wyłączenia z art. 90 ust. 2 u.o.p. emitentów mogłby bronić się podnosząc zarzut nadużycia prawa (art. 5 KC).”);
- s. 209 – styl („(...) a jedynie monitorować jakość monitorowania przez radę nadzorczą (...));
- s. 211 – styl („zakres problemów prawnych analizowanych w **niemniejszym** rozdziale”) podkr. K.O.;
- s. 238 – styl („Na ich podstawie powyższej analizy prawnoporównawczej można wyróżnić główne elementy stosowanych w praktyce mechanizmów wzmocnienia wpływu

mniejszości na wybór (niezależnych) członków rady i rozważyć, w sposób bardziej abstrakcyjny i systematyczny, odpowiednią ich odpowiednią formę i zakres.”);

- s. 247 – styl („(...) sam fakt powołania lub nominowania dyrektora przez określonego akcjonariusza, nie skutkuje **dla powstaniem** obowiązków (...)”); podkr. K.O.;

- s. 318 – styl („Na art. 428 § 5 KSH (...)”, brakuje słowa „tle”);

- s. 322 – styl, ale też błąd merytoryczny („(...) w kierunku zwiększenia przydatności **walnych** form głosowania (...)”, chodziło zapewne o zdalne formy głosowania);

- s. 323 – styl („anachronistyczny” zamiast „anachroniczny”);

- s. 326 – styl („wyczerpuje konsumuje”);

- s. 334 – styl („gdzie nawet pomimo jeżeli przepisy gwarantują (...)”);

- s. 335 – styl (tytuł punktu iii): „*Decydująca rola informacji powziętych **przez** walnym zgromadzeniem dla decyzji co do głosu*”), podkr. K.O.;

- s. 335 – styl („informacje publikowane w wynikaniu obowiązków informacyjnych” powinno być: w wykonaniu);

- s. 353 – styl („z braku informacji na lub wobec konieczności”);

- s. 357 – styl („która znajduje zastosowanie zasadniczo w niepublicznych spółkach o **zmieknitym** modelu ładu korporacyjnego”, podkr. K.O.);

- s. 370 – styl („Natomiast w tej drugiej klasie przypadków drugim przypadku (...)”);

- s. 429 – styl („w której funkcjonują ona funkcjonuje”);

- s. 433 – styl, brakuje słowa („*Uzyskiwanie przez akcjonariusza spółki do identyfikacji akcjonariuszy*”);

Do powołanego katalogu usterek stylistycznych dochodzą liczne błędy interpunkcyjne, a niekiedy też ortograficzne („z resztą” zamiast „zresztą”, s. 105; „po krótcie” zamiast „pokrótcie”, s. 212; z rzeczownikami odczasownikowymi oraz z przymiotnikami „nie” pisze się łącznie! np., „nieodmawianiem”, s. 82, „nieposiadanie”, s. 198; „dyrektorami niewykonawczymi”, s. 214;) oraz, sztuczne, anglicyzmy („zamplifikowane”, s. 145; „instrumenty akomodacji współpracy”, s. 176; „receptywni”, s. 280; „nieco redundantnie”, s. 404). Powyższe mankamenty formalno-językowe rozprawy uzasadniają wniosek, że niestety nie została przeprowadzona jej staranna korekta autorska.

Na końcu pracy Autor ograniczył się do wskazania (imponującej, liczącej 567 pozycji) bibliografii. Szkoda, że w jej ramach nie zostały odrębnie powołane pozycje polskie i obcojęzyczne. Odrębnie powinny zostać również ujęte różnego rodzaju półoficjalne dokumenty (np. raporty unijnych grup roboczych czy paneli eksperckich). Usterką formalną jest też brak zbiorczego ujęcia orzecznictwa sądów unijnych, krajowych i zagranicznych, powoływanego w rozprawie.

III. Ocena merytoryczna pracy

1. Wielość problemów poruszanych w dysertacji oraz prezentowanych przez Autora własnych poglądów czyni niecelowym odniesienie się w recenzji do każdego z nich. Pragnę podkreślić, że u podstaw tez i twierdzeń zawartych w rozprawie leży zawsze solidna, pogłębiona analiza przepisów oraz orzecznictwa i doktryny, a poglądy Autora są uzasadnione dobrze i (z reguły) w sposób przekonujący. Rozprawa dowodzi dużej, a niekiedy wręcz imponującej wiedzy Doktoranta i jego znajomości poruszanej w pracy prawnej problematyki, koncentrującej się zagadnień szeroko rozumianego ładu korporacyjnego spółek giełdowych oraz roli, jaką mogą i powinni odgrywać w nim inwestorzy instytucjonalni.

2. Podzielam stanowisko Autora, iż zasada równego traktowania akcjonariuszy nie wyklucza możliwości selektywnego ujawniania informacji inwestorom instytucjonalnym, jeżeli uzasadnia to interes spółki, a także zawartą w pracy krytyczną ocenę art. 428 § 7 KSH, co skłania Autora do sformułowania postulatu jego uchylecia, ponieważ w praktyce przepis ten utrudnia komunikację z inwestorami, a ochrona, którą im stwarza, jest iluzoryczna. Wystarczające byłoby wprowadzenie obowiązku spółki poinformowania pozostałych akcjonariuszy i uczestników rynku o samym fakcie przekazania określonej informacji oraz o okolicznościach takiego przekazania (por. s. 100-101, choć od strony legislacyjnej odpowiednie sformułowanie takiego przepisu, tak aby stanowił on rzeczywistą jakościową różnicę w stosunku do aktualnego art. 428 § 7 KSH, nie będzie proste). Wbrew stanowisku Autora, nie jest natomiast konieczne wyrażne odwołanie się w art. 428 § 6 *in fine* do art. 20 KSH. W mojej ocenie stanowiłoby to *superfluum* i byłoby sprzeczne z ogólnym charakterem wyrażonej w nim normy prawnej.

3. Autor trafnie odrzuca pogląd wyrażony w polskiej doktrynie, jakoby objęcie akcjonariusza katalogiem insiderów pierwotnych w rozumieniu MAR stanowiło generalną podstawę dla ujawnienia mu informacji poufnych. Trafnie wskazano w pracy, że uzyskanie statusu insidera jest następstwem ujawnienia mu takiej informacji. Zgodzić się też należy z poglądem, że w trakcie dialogu z inwestorami może dojść (wyjątkowo) do ujawnienia przez zarząd informacji poufnej dotyczącej spółki, pod warunkiem spełnienia przesłanek określonych w art. 10 ust. 1 MAR. W doktrynie (zwłaszcza niemieckiej) przepis ten jest postrzegany również jako podstawa ujawnienia takiej informacji między spółkami grupy (koncernu) oraz w ramach *due diligence*. Czy Autor podziela ten pogląd i widzi pewne punkty styczne z ujawnieniem informacji poufnej w ramach dialogu z inwestorami instytucjonalnymi?

4. W pełni podzielam krytyczne spojrzenie Autora na aktualną regulację tzw. działania w porozumieniu (art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 ustawy o ofercie publicznej, w szczególności odwołanie się w tej definicji do samego zamiaru nabycia akcji) i postulaty jego radykalnej zmiany (uproszczenia). Krytyce poddano reprezentowany przeze mnie pogląd, że wykonanie porozumienia powinno polegać na powtarzalnych zachowaniach, tj. zgodnym głosowaniu na

co najmniej dwóch zgromadzeniach. Krytykę tę przyjmuję, choć moim zdaniem wciąż można bronić poglądu, że prowadzenie „trwałej polityki” wobec spółki zakłada jednak powtarzalność zachowań (w szczególności głosowania) składających się na takie oddziaływanie (czy jednorazowe głosowanie spełnia cechę trwałości?). Pojawia się również pytanie czy względnie w jakim zakresie możliwa jest już *de lege lata* prounijna wykładnia tych przepisów (odwołująca się w szczególności do dyrektywy 2004/1019/WE w sprawie transparentności oraz dyrektywy 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia) tak, aby usunąć ich najistotniejsze mankamenty wskazane w tej analizie?

5. W odniesieniu do przewidzianej w art. 89 ust. 1 pkt 1 i art. 89 ust. 2 u.o.p. cywilnoprawnej sankcji zakazu wykonywania prawa głosu („ubezgłośnienia” akcji) Autor opowiada się za stanowiskiem przyjmującym czasowy charakter trwania tej sankcji i jej ustanie po spóźnionym wykonaniu obowiązków notyfikacyjnych (względnie wezwaniowych). Czy jednak taki czasowy charakter nie czyniłby tej sankcji (w szczególności w warunkach polskich) iluzoryczną, skoro *de facto* to wyłącznie od akcjonariusza naruszającego (publicznoprawne) obowiązki notyfikacyjne zależałoby jej ustanie, w rezultacie ich „następczego” wykonania, tj. w dowolnym terminie późniejszym? Przykładowo, nabywca znacznego pakietu akcji (lub podmiot wobec niego dominujący, w przypadku nabycia pośredniego) mógłby zwlekać z wykonaniem obowiązku informacyjnego i wypełnić go krótko przed walnym zgromadzeniem spółki publicznej (czy nawet w jego trakcie), „uchylając” przedmiotową sankcję i „odzyskując” tym samym prawo głosu. Takie działania mogłyby uniemożliwić pozostałym akcjonariuszom przygotowanie odpowiedniej strategii korporacyjnej na walne zgromadzenie. Dlatego sankcja określona w art. 89 ust. 1 u.o.p. może efektywnie pełnić swoistą funkcję generalno-prewencyjną („odstrasżającą”, czy raczej: zniechęcającą do naruszania ustawowych obowiązków), a zarazem mobilizującą nabywców znacznych pakietów akcji do należytego wykonywania obowiązków informacyjnych, jedynie w przypadku uznania definitywności jej oddziaływania. Przemawia to jednak za akceptowanym przez większość doktryny bezterminowym charakterem sankcji „ubezgłośnienia” akcji, z zastrzeżeniem możliwości jej uchylenia w wyniku zbycia akcji podmiotowi trzeciemu i ewentualnie ich ponownego nabycia (co jednak wiąże się z określonymi kosztami i ryzykiem). *De lege ferenda* należałoby jednak rozważyć nadanie jej terminowego charakteru (sankcja „zawieszenia” prawa głosu), jednak z pewnymi obostrzeniami, które pozwoliłyby wyeliminować wspomnianą wyżej iluzoryczność (np. wprowadzenie określonego w ustawie minimalnego czasu jej trwania albo przedłużenia, jak przewiduje to prawo niemieckie, w przypadku zamierzonego naruszenia obowiązku notyfikacyjnego).

6. Kolejnym obszarem ładu korporacyjnego, w którym, zdaniem Autora, mogą się angażować „aktywistyczni” inwestorzy instytucjonalni, jest wybór i funkcjonowanie rady nadzorczej. Obszernej, prawnoporównawczej analizie poddano w pracy instytucję niezależnych członków rady oraz prawne instrumenty oddziaływania akcjonariuszy na jej skład, w szczególności poprzez wybór członków rady w ramach głosowania w oddzielnych

grupach (art. 385 § 3-9 KSH). Autor trafnie dostrzega i opisuje mankamenty aktualnej regulacji (na tle poglądów orzecznictwa i doktryny) oraz zgłasza ciekawe postulaty *de lege ferenda*, inspirowane rozwiązaniami przyjętymi w obcych jurysdykcjach, również opisanymi w rozdziale 4 pkt 3.2. Mają one na celu wzmocnienie („stabilizację”) mandatu członków wybranych przez mniejszość (którzy mogliby być również postrzegani jako niezależni członkowie rady) poprzez ograniczenie zasady każdorazowej odwoływalności członków rady przez walne zgromadzenie głosami większości (s. 242-244). Propozycje te są niewątpliwie godne rozważenia przez polskiego ustawodawcę; ich implementacja nie jest jednak zadaniem łatwym, ponieważ należy uważać, aby wskutek wzmocnienia regulacji chroniących prawa mniejszości nie doprowadzić do uchylenia zasady rządów większości i decydującego wpływu, jaki powinien wywierać akcjonariusz większościowy na skład rady nadzorczej i (pośrednio) zarządu. Jak delikatna jest to materia, pokazują uwagi *de lege ferenda* Autora dotyczące możliwości odwołania członka rady wybranego przez mniejszość z ważnych powodów. Za nieakceptowalne, ze względów systemowych, uważam powierzenie sądowi rejestrowemu badania, czy wystąpiły „ważne powody” odwołania (Autor sam ostatecznie odrzuca tę możliwość, s. 244). Jednak również inny zaproponowany przez Autora instrument kontroli *ex ante*, tj. wystąpienie przez spółkę do sądu powszechnego z żądaniem odwołania niezależnego członka przez końcem kadencji, wywołuje wątpliwości, biorąc pod uwagę przewlekłość postępowań sądowych w Polsce. Dlatego jednak (mimo wad tego rozwiązania) opowiadam się za wprowadzeniem ustawowego ograniczenia odwoływalności takich członków do ważnych powodów i sądową kontrolą *ex post* ich wystąpienia.

7. Za zbyt optymistyczne (idealistyczne) uważam stwierdzenie Autora (s. 256), iż wynagrodzenie, jaki otrzymuje od aktywistycznego inwestora instytucjonalnego osoba „delegowana” przez niego do rady nadzorczej ma ją „motywować do zaangażowanego sprawowania mandatu, który polega na działaniu w interesie spółki”. W praktyce takie wynagrodzenie (które Autor określa mianem „złotej smyczy”) ma raczej motywować do reprezentowania na forum rady interesu „delegującego” inwestora względnie interesu spółki, tak jak go rozumie ten inwestor, co wcale nie musi pokrywać się z obiektywnym interesem spółki definiowanym przez pryzmat wszystkich jej akcjonariuszy. W kwestii dopuszczalności indywidualnej komunikacji członków rady nadzorczej z (określonymi) akcjonariuszami Autor stara się zająć elastyczne stanowisko wskazując, że takie zachowanie podlega *in casu* ocenie z punktu widzenia interesu spółki oraz obowiązku lojalności i zachowania poufności. Następnie jednak przychyli się do bardziej rygorystycznego (i w mojej ocenie trafnego) poglądu odrzucającego dopuszczalność preferencyjnego traktowania określonych akcjonariuszy przez ich reprezentantów w radzie w zakresie dostępu do informacji o spółce (s. 269). Autor pomija jednak w analizie kwestię zgodności takiego zachowania z zasadą kolegiąlnego działania rady nadzorczej wyrażoną w art. 390 § 1 KSH. Czy zachowanie członka rady, który samodzielnie (indywidualnie, bez informowania pozostałych członków

rady, w szczególności przewodniczącego) wchodzi „w dialog” z określonymi akcjonariuszami, nie powinno podlegać ocenie również przez pryzmat tej zasady?

8. Podzielał stanowisko Autora co do kompetencji zarządu do badania zasadności żądań akcjonariuszy dotyczących zwołania walnego zgromadzenia lub uzupełnienia porządku jego obrad. Zarazem jednak brak współdziałania zarządu w wykonaniu obowiązków publikacyjnych może skutecznie uniemożliwić mniejszości skorzystanie z jej praw. Autor proponuje wprowadzenie sankcji karnej za bezzasadną odmowę uzupełnienia porządku obrad i publikacji zgłaszanych projektów uchwał, na wzór art. 594 § 1 pkt 3 KSH (s. 306). Z uwagi na niską górną granicę grzywny (20 tys. zł) prewencyjne oddziaływanie takiej sankcji wydaje się jednak znikome. Szkoda, że Autor nie poddał analizie innych propozycji zgłoszonych w tej kwestii w doktrynie, polegających w szczególności na przyznaniu akcjonariuszowi prawa do samodzielnego zwołania zgromadzenia względnie zwrócenia się w tej sprawie do KNF jako organu zarządzającego ESPI².

9. Niezmiernie interesujące i nowatorskie są propozycje Autora dotyczące gruntownej nowelizacji zasad organizacji walnego zgromadzenia i wykonywania praw korporacyjnych, zmierzającej do zastąpienia dotychczasowego modelu zgromadzenia publicznej spółki akcyjnej, opartego na fizycznej obecności akcjonariuszy lub ich pełnomocników, modelem, który gwarantuje powszechne, niezależne od decyzji spółki (scil. jej zarządu) uprawnienie do elektronicznego oddania głosu przed walnym zgromadzeniem poprzez pośrednika finansowego. Adaptacja tego modelu (za czym przemawiają ważne i częściowo przekonujące argumenty, w tym prawoporównawcze, podniesione przez Autora), wymagałaby jednak istotnych zmian w KSH oraz – co może ważniejsze – zmiany dotychczasowej praktyki i przyzwyczajeń głównych „aktorów korporacyjnych” w zakresie organizacji i odbywania walnych zgromadzeń i wykonywania praw korporacyjnych w ich trakcie. Mam istotne wątpliwości, czy niektóre z postulowanych przez Autora rozwiązań, takie jak ograniczenie możliwości zgłaszania nowych projektów uchwał czy przyjęcie większości względnej jako rozstrzygającej w przypadku głosowania nad kilkoma uchwałami dotyczącymi jednego punktu porządku obrad (co stanowiłoby odejście od zasady wyrażonej w 414 KSH) nie idą zbyt daleko i czy rzeczywiście ewentualne korzyści ich przyjęcia kompensowałyby związane z nimi ryzyka. W każdym razie problematyka ta wymagałaby dalszych badań i mogłaby stanowić przedmiot odrębnej dysertacji (na marginesie: propozycje dotyczące zmiany modelu walnego zgromadzenia stanowią przykład „oderwania” się rozważań Autora od zasadniczego tematu dysertacji).

10. Rozważania dotyczące istnienia i zakresu obowiązku lojalności akcjonariusza wobec spółki i pozostałych akcjonariuszy cechuje pewna niekonsekwencja. Z jednej strony Autor przyjmuje istnienie tego obowiązku, choć zarazem podkreśla jego zasadniczo

² Zob. szczegółowe propozycje R. Kwaśnickiego: *(Samodzielne) zwołanie walnego zgromadzenia przez akcjonariusza ? teoria vs praktyka*, https://prawobiznesu.com/samodzielne-zwolanie-walnego-zgromadzenia-przez-akcjonariusza-teoria-vs-praktyka/#_ftn8

negatywny, ograniczający charakter. Następnie jednak Autor cytując aprobowane stanowisko A. Szumańskiego, który w sposób generalny odrzuca istnienie takiego obowiązku z uzasadnieniem, że „nie istnieją obowiązki korporacyjne akcjonariusza względem spółki”, co stanowi jednak pogląd zbyt radykalny (i mniejszościowy), negujący w ogóle istnienie obowiązku lojalności akcjonariuszy względem spółki. Następnie, odnosząc się do kwestii zakresu uwzględniania interesów spółki i pozostałych akcjonariuszy przy wykonywaniu uprawnień korporacyjnych, Autor opowiada się za zniuansowanym podejściem „kontekstowym”, zakładającym rozróżnienie z jednej strony – wykonywania tych uprawnień w celu ochrony indywidualnych uprawnień akcjonariusza (w tych przypadkach obowiązek lojalności może się aktualizować jedynie wyjątkowo), a z drugiej strony – decydowania o ważnych aspektach działalności spółki, w szczególności podejmowania uchwał „autoryzacyjnych, w przypadku których akcjonariusze byliby zobowiązani do przestrzegania tego obowiązku przy wykonywaniu swoich praw korporacyjnych. Jednak w praktyce ustalenie, do której kategorii należy uchwała podejmowana przez walne zgromadzenie, może okazać się trudne. Przykładowo, jak należałoby zakwalifikować uchwałę w sprawie zmiany statutu polegającej na upoważnieniu zarządu do wypłaty akcjonariuszom zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy (art. 349 KSH)? Albo uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy w sytuacji, gdy istnieją obawy, że zagrozi to płynności spółki w niedługiej (kilkumiesięcznej) perspektywie czasowej? Podobne wątpliwości pojawiają się w przypadku uchwał o charakterze strukturalnym (łączenie, podział), gdy akcjonariusze kwestionują prawidłowość wyceny spółki i przyjętego w planie danej reorganizacji podmiotowej stosunku wymiany akcji. Wątpliwości te podważają praktyczną operatywność kryterium, akceptowanego (w ślad za doktryną niemiecką) przez Autora.

11. Ostatni rozdział pracy poświęcony jest instrumentom służącym wzmocnieniu zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny spółek giełdowych. Jak zaznaczono na wstępie recenzji, przynajmniej część rozważań zawartych w tym rozdziale, w szczególności uwagi dotyczące prawa unijnego, a także analiza komparatystyczna, mogłaby zostać przeniesiona do rozdziału pierwszego lub umieszczona bezpośrednio po tym rozdziale, jako rozdział drugi. W swojej analizie Autor pomija niestety „Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych” z 2006, stanowiący przykład samoregulacyjnego soft law (opracowanego w ramach IZFiA), który zawiera konkretne wskazówki dotyczące zaangażowania (np. dotyczące obowiązku inwestora instytucjonalnego uczestnictwa we wszystkich WZA spółek, w których, w imieniu własnym lub w imieniu swoich klientów inwestor dysponuje pakietem akcji równym lub większym niż 5% głosów, pkt 7.1.). W całej pracy Kodeks ten został powołany jedynie dwukrotnie (s. 38, 253-254), pomimo że Autor poświęca relatywnie dużo uwagi analogicznej regulacji brytyjskiej (*UK Stewardship Code*). Interesujące byłoby zbadanie, w jakim zakresie postanowienia tego Kodeksu są stosowane w polskiej praktyce.

IV. Wnioski końcowe

Rozprawa doktorska Piotra Stefaniaka stanowi pierwsze w polskiej literaturze tak pogłębione, analityczne opracowanie poświęcone prawnej problematyce zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w kształtowanie ładu korporacyjnego oraz w nadzór i procesy decyzyjne zachodzące w spółkach giełdowych. Jest to niewątpliwie dzieło oryginalne, o znacznej wartości naukowej i dużej doniosłości praktycznej. Recenzowana rozprawa świadczy też o dużej wiedzy Doktoranta w zakresie prawa spółek i prawa rynku kapitałowego oraz jego umiejętności stawiania i rozwiązywania skomplikowanych zagadnień naukowych o istotnych konsekwencjach praktycznych. Sformułowane w niniejszej recenzji uwagi krytyczne i polemiczne nie wpływają na ogólną bardzo wysoką ocenę rozprawy. Rekomenduję też jej publikację w postaci książkowej lub w serii artykułów naukowych w celu udostępnienia szerszemu kręgowi osób zainteresowanych wyrażonych w niej poglądów i propozycji *de lege ferenda*.

W konkluzji stwierdzam, że przedłożona mi do oceny rozprawa w pełni 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.


.....
Krzysztof Oplustil