SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
INSTYTUT EKONOMII POLITYCZNEJ, PRAWA
I POLITYKI GOSPODARCZEJ

Warszawa, dnia 10 maja 2021 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej Pana mgra Michała Miedzińskiego pt. *Finansowanie przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji w prawie polskim na tle porównawczym*, napisanej pod kierunkiem naukowym Pana prof. dr hab. Michała Romanowskiego.

I. Uwagi ogólne

1. **Wybór problematyki badawczej uważam ze wszech miar za słuszny.** Problematyka ta jest złożona merytorycznie, wymagająca, ważna z punktu widzenia naukowych dociekań i ustaleń oraz niezwykle doniosła praktycznie. To bardzo ważne we współczesnym świecie nauki prawa, która winna zmierzać w kierunku nauki stosowanej. To wszystko czyni temat opracowania godnym rozprawy doktorskiej.

2. **Recenzowana rozprawa nie tylko uzupełnia lukę istniejącą** w nauce polskiego prawa spółek, ale wnosząc do niej dojrzały wkład intelektualny nakazuje spojrzeć z innej – znacznie szerszej od dotychczasowej, perspektywy na problematykę finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji.

ul. Madalińskiego 6/8; budynek M, pok. 333; 02-513 Warszawa
tel.: 22 564 98 57
iepppg@sgh.waw.pl; www.sgh.waw.pl/iepppg

Już na wstępie (po dogłębnej lekturze opracowania) zgłaszam wniosek o wyróżnienie tej monumentalnej rozprawy doktorskiej.

3. **Autor korzystał z potężnej literatury** (merytorycznie) polskiej, amerykańskiej, brytyjskiej, niemieckiej, francuskiej i włoskiej, jak również komparatystycznej i z dziedziny prawa europejskiego. Nadto odwoływał się do różnorodnego orzecznictwa (polskiego, zagranicznego i unijnego) oraz polskich, unijnych i obcych źródeł prawa (w tym ostatnim przypadku pochodziły one z 12 ustawodawstw!). Wreszcie uwzględnił bardzo zróżnicowaną dokumentację innego rodzaju.

4. **Doktorant precyzyjnie nakreślił we Wstępie** cele prowadzonych badań naukowych, wyartykułował przedmiot, którym się będzie zajmował, a także ustalił zakres pracy doktorskiej prezentując i uzasadniając jej konstrukcję. Rozprawę zamyka prawidłowo sporządzone, obszerne i bogate treściowo Podsumowanie zawierające nie tyle wynikające z opracowania wnioski, co tzw. „tezy podsumowujące". Natomiast każdy z rozdziałów zaopatrzony został we właściwe wnioski.

5. Często spotyka się rozprawy doktorskie nie posiadające „wyraźnej" tezy, bądź też posiadające ją ale nie zaprezentowaną wprost. W przypadku recenzowanej rozprawy usterka ta nie występuje, co jest rzadkością. **Doktorant wyraźnie sformułował jedną – „wiodącą" – tezę** swojego opracowania, natomiast tzw. tezy częściowe (uzupełniające) znajdują się, o czym wspomniałem wyżej, w Podsumowaniu (co było decyzją mgra Michała Miedzińskiego zasygnalizowaną już we Wstępie).

6. **Należy wskazać na prawidłową strukturę pracy**, co dotyczy zarówno przedmiotu poszczególnych jednostek redakcyjnych, jak i ich chronologii.

7. **Recenzowana rozprawa ma we fragmentach, które tego wymagały głębokie osadzenie w klasycznym prawie cywilnym**, w którym to obszarze Autor porusza się pewnie i swobodnie, a co nie jest, pomimo zasady jedności prawa cywilnego, powszechne w dysertacjach doktorskich z dziedziny prawa handlowego (zwłaszcza (!) dotyczących prawa spółek). Mówiąc wprost, klasyczna cywilistyka, czy raczej jej rozumienie stanowi tychże dysertacji „piętę achillesową" czego opracowanie Doktoranta jest godnym podkreślenia zaprzeczeniem. Zupełnie przykładowo można wskazać teoretyczne wątki cywilnoprawne (s. 90 – 99) służące zwróceniu uwagi na dystynkcje pojęć: celu czynności prawnej i jej treści. Poza walorami „cywilistycznymi" recenzowana rozprawa posiada jeszcze jeden, który stanowią jej treści ekonomiczne (z zakresu wyceny i rachunkowości), o czym poniżej.

8. **Recenzowana praca ma charakter monograficzny**, co objawia się zarówno w istotnych rozważaniach teoretycznych, jak i tezie głównej oraz tezach dodatkowych.

9. **W pracy przyjęto metodę formalno – dogmatyczną. Ponadto Autor stosuje metodę prawnoporównawczą, w jej trudniejszej odmianie.** Mianowicie, płynnie odwołuje się w całej pracy do obcych: ustawodawstw i doktryn, momentami „uniwersalizując" niejako swoje wywody w taki sposób, że czytelnik ma wrażenie, iż zapoznaje się z problematyką ponad krajowymi systemami prawnymi (co w istocie zachodzi). Poza tymi dwiema, klasycznymi metodami Doktorant zdecydował się na (i słusznie) zastosowanie (miejscami) stworzonej, rozwiniętej i niesłychanie popularnej w USA metody ekonomicznej analizy prawa (*law & economics*). Stosując tę metodę dał wyraz pełnego zrozumienia istoty

analizowanej problematyki, która ma przecież nieodzowny, a w zasadzie przede wszystkim kontekst ekonomiczny. Tę świadomość mgr Michał Miedziński wyeksponował już we Wstępie stwierdzając, (s. 12), że praca „dąży do uwzględnienia gospodarczego kontekstu badanych rozwiązań oraz, szczególnie w aspekcie *de lege ferenda*, realizacji postulatu efektywności i racjonalnej alokacji zasobów". Doktorant zastosował również różnorodne metody wykładni – językową, systemową, funkcjonalną oraz historyczną. Metody badawcze w pracy są zatem złożone i rozbudowane. W kwestii tej, jakkolwiek tego nie widać, daje wyraźnie uchwycić znakomitą „metodologiczną" rękę promotora recenzowanej rozprawy.

10. **Doktorant zaprezentował w swojej rozprawie bardzo ważny element warsztatu naukowego polegający na rzetelnej i pełnej dokumentacji prezentowanych poglądów.** Jest ona widoczna w bogatych: polskiej i zagranicznej literaturze (łącznie ponad 260 pozycji), orzecznictwie Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego i sądów apelacyjnych, jak również orzecznictwie zagranicznym i unijnym, przywoływanych w recenzowanym opracowaniu. Pracę cechuje również prawidłowa konstrukcja przypisów (w liczbie bez mała 1500!), stanowiących miejscami „małe bibliografie" i zaopatrzonych, we właściwych redakcyjnie i merytorycznie miejscach, w uwagi dygresyjne.

11. **Praca nie budzi żadnych zastrzeżeń od strony językowej**. Autor jest sprawny nie tylko językowo, ale można rzec „pisarsko". Nie ma On problemów z systematyką wywodów oraz ich prowadzeniem. Ta umiejętność powoduje, że Czytelnik ma wrażenie usystematyzowanego wywodu prowadzonego w z góry założony i przygotowany sposób. Doktorant rozpoczyna analizę od postawienia tezy (bądź problemu), a

następnie buduje argumentację służącą jej udowodnieniu (bądź uzasadnieniu początkowego stanowiska), co następuje na końcu. Nic dodać, nic ująć.

II. Uwagi szczegółowe

12. **Recenzowana praca składa się z 357 stron tekstu.** Poza tym zawiera spis treści, spis bibliograficzny oraz (sporządzony w stylu właściwym dla wydawnictw książkowych) wykaz skrótów, który zamyka opracowanie.

13. Z uwagi na fakt, że praca jest bardzo obszerna i składa się z ośmiu rozdziałów (co w konserwatywnym ujęciu mogłoby zostać uznane za wadę metodologiczną, natomiast w przekonaniu recenzenta, zwłaszcza z uwagi na zastosowane metody badawcze, jest to struktura jak najbardziej właściwa) zrezygnowano z „klasycznej" prezentacji wszystkich rozdziałów dysertacji, poprzestając na odniesieniu się do niektórych z nich (tj. trzeciego, piątego, szóstego i ósmego).

Poza rozważaniami recenzenta pozostały natomiast rozdziały: pierwszy, drugi, czwarty oraz siódmy. Wszystkie one opracowane zostały na wysokim poziomie, choć jakkolwiek zawierają niezbędne dla dysertacji treści i pozwalają na jej kwalifikację jako kompletnej, pełnią jednak rolę drugorzędną, nie stanowiąc rozważań głównych, a raczej tło o ogólniejszym charakterze.

14. Bardzo istotnym dla recenzowanej rozprawy jest rozdział trzeci zatytułowany: **„Ratio ograniczeń pomocy finansowej"**. Jego przedmiot stanowią rozważania dotyczące *ratio* i funkcji art. 345 k.s.h. w systemie prawa spółek. Autor zwraca uwagę, że w doktrynie europejskiej nie

ukształtowała się jednolita systematyka celów zakazu i ograniczeń *financial assistance*, a zazwyczaj jako główny cel wskazuje się ochronę kapitału spółki (co wynika z treści Dyrektywy 2017/1132). Doktorant trafnie zauważył niedostatki polskiej doktryny, jak chodzi o relację między art. 345 k.s.h., a innymi przepisami służącymi ochronie kapitału. Bardzo umiejętnie skierował się ku doktrynie niemieckiej – nie tylko z uwagi na tradycję polskiego prawa spółek i inspiracje naszego ustawodawcy w tamtym systemie prawnym, ale zwłaszcza ze względu na znacznie głębszą dyskusję, co do ww. relacji w literaturze niemieckiej.

Autor podjął się zadania sprecyzowania relacji pomiędzy wspomnianym art. 345 k.s.h., a innymi regulacjami ochrony kapitału (błędnie, m. zd. użył określenia „instytucje ochrony kapitału", gdyż tą, jak się wydaje, jest zespół unormowań k.s.h. z art. 344, 345 i 355 włącznie). Idąc tym tokiem zasadnie rozdzielił analizę zakazu zwrotu wpłat na akcje na dwie części, tj. z punktu widzenia przedmiotowego i podmiotowego (to w tym zabiegu tkwi najistotniejszy walor rozdziału trzeciego). W kontekście przedmiotowym Doktorant pozostawia jednak czytelnika z niedosytem, jak idzie o granice ochrony w obszarze transakcji pozakorporacyjnych, co miałoby służyć przeciwdziałaniu tzw. „ukrytych wypłat". Otóż Autor słusznie stwierdza, że wyznaczenie tychże granic jest „realnym wyzwaniem dla doktryny i orzecznictwa", po czym prezentuje poglądy doktryny w tym zakresie. Wydaje się jednak, że nie przedstawił własnej koncepcji w tym zakresie, czego można było oczekiwać.

W rozdziale trzecim uwagę zwracają nadto dwa problemy poruszone przez mgra Michała Miedzińskiego. Pierwszy, to kwestia ochrony przed nadużyciami przy przejęciach, jako *ratio* dla zakazu *financial assistance*. Nawiązujący do tego tytuł § 4 w rozdziale trzecim rozbudził oczekiwania recenzenta. Jakkolwiek nie spotkało go rozczarowanie, to musiał pozostać z niejakim niedosytem. Pomimo tego bowiem, że Autor „ustawił" problem

prawidłowo, tj. w kontekście szkody akcjonariuszy mniejszościowych i wierzycieli spółki (przywołując przy tym literaturę brytyjską i niemiecką) to „nieuchwytnym" pozostał precyzyjny przekaz jaki Doktorant planował zapewne wyrazić w tej części opracowania. Innymi słowy, z uwagi na chaos jaki wdarł się do tej części, nie do końca rozumiem jaki pogląd w tytułowym zakresie ma Autor recenzowanej rozprawy (a przede wszystkim, co w istocie chciał podkreślić). Pewnym sygnałem jest końcowy fragment, nawiązujący do poglądów zgłoszonych w literaturze niemieckiej, jednakże nie jest on ani wyraźny ani wystarczający.

Podobnie rzecz się ma z § 5 rozdziału trzeciego. W jego tytule Autor zasygnalizował bardzo interesujące i arcyważne zagadnienie, jakim jest podział kompetencji pomiędzy organami spółki akcyjnej w kontekście motywu statuowania zakazu *financial assistance*. Doktorant bardzo słusznie zestawił tę problematykę z kwestią równouprawnienia akcjonariuszy. Niestety zarzut jaki trzeba postawić tej części opracowania jest identyczny, jak sformułowany powyżej. Fragment ten (znacznie odbiegający od poziomu, do którego Autor zdążył już przyzwyczaić czytelnika) wymagał będzie rozbudowania w związku z publikacją recenzowanej rozprawy, za czym w pełni się opowiadam.

15. Rozdział piąty („**Wykup lewarowany**") obejmuje prezentację transakcji *merger leveraged buy – out* (MLBO) stanowiącej alternatywne rozwiązanie biznesowe z uwagi na rygoryzm zasad świadczenia *financial assistance*. Doktorant przed przystąpieniem do analizy na gruncie prawa polskiego zbudował cenną perspektywę prezentując problematykę MLBO w prawie włoskim, niemieckim i francuskim. Szczególną uwagę w rozważaniach mgra Michała Miedzińskiego zwraca kwestia relacji pomiędzy przepisami zawartymi w tytule IV k.s.h., a przepisami art. 345 kodeksu. Autor, moim zdaniem zasadnie zakwestionował pogląd doktryny

o autonomii reżimu łączeniowego objawiającej się w przyznaniu art. 491 § 3 k.s.h. charakteru *lex specialis* względem art. 345 § 1 k.s.h. Przeprowadził syntetyczny i dojrzały wywód uzasadniający pogląd, że art. 491 § 3 k.s.h. nie wyłącza stosowania art. 345 k.s.h., a to z tej przyczyny, że unormowania te „odnoszą się do innych aspektów działalności spółek i procesu łączeniowego".

Innym wartościowym wątkiem w rozdziale piątym, wskazującym na biegłość merytoryczną i dojrzałość naukową Doktoranta, jest ten traktujący o zakazie zwrotu wpłat na akcje. Autor rozprawy konsekwentnie zakwestionował dominujący pogląd, wedle którego stan bilansowy spółki nie ma znaczenia jak chodzi o możliwość jej połączenia, tj. opowiedział się za stosowaniem art. 344 § 1 zd. 1 k.s.h. w tego rodzaju transakcjach (precyzyjnie: jedynie w przypadku *dowstream merger*). Słusznie m. zd. upatruje naruszenia art. 344 § 1 k.s.h. w transakcjach MLBO w przypadku dowolnego pomniejszenia aktywów netto spółki przejmującej, wynikającego z przejęcia przez nią zobowiązań spółki przejmowanej. Zasadnie przyjmuje, że zmniejszenie wartości księgowej spółki przejmującej ma charakter obiektywny (i nie wymagający skomplikowanego badania intencji uczestników połączenia), a źródłem ustaleń może być rezultat netto połączenia. Konstruując ten pogląd i uzasadniając go mgr Michał Miedziński wykazał przymioty bardzo istotne i oczekiwane od kandydata do stopnia naukowego doktora nauk prawnych, tj.: umiejętność analizy i syntezy, zdolność łącznego posługiwania się różnymi metodami wykładni (w tym systemową i funkcjonalną) i pogodzenia ich równoczesnego zastosowania, zręczność w umiejętnym prowadzeniu analizy komparatystycznej dla wzmocnienia swoich koncepcji, umiejętność uzasadniania swoich poglądów i wreszcie naukową odwagę w ich prezentowaniu, również wówczas gdy mogą być uznane za kontrowersyjne.

16. **Rozdział szósty recenzowanej rozprawy zawiera prezentację ogólnych zasad udzielania pomocy finansowej (art. 345 § 2 – 7 k.s.h.)**, a w istocie przebiegu tego procesu (poczynając od inicjującego procedurę sprawozdania zarządu do uchwały walnego zgromadzenia) oraz zasad (wymogów) jemu towarzyszących. Autor we Wstępie wskazał, że jednym z celów Jego rozprawy jest zawężenie pola wątpliwości wywoływanych przez przepisy kodeksu spółek handlowych. Sformułowanie powyższe, zapewne nie przypadkowo, zamieścił w opisie rozdziału szóstego. Jego lektura pozwala na stwierdzenie, że Doktorant swoje zamierzenie zrealizował skutecznie. Bardzo wartościowe (nie tylko teoretycznie ale i praktycznie) są wywody dotyczące (*nb.* interdyscyplinarnego) pojęcia godziwej ceny akcji (stanowiącego jeden ze standardów wartości). Autorowi przyszło zmierzyć się z problemem, który w literaturze prawniczej nie jest pojmowany jednolicie, a w znacznym stopniu, na co słusznie zwrócił uwagę, bazuje na ogólnych intuicjach. Pomijając tendencje doktryny do zwracania się przy okazji „ceny godziwej" w kierunku ceny (wartości) rynkowej bądź bilansowej wartości godziwej, w tej części opracowania zaistniała konieczność uwzględnienia literatury z zakresu rachunkowości (czy też, powracając do terminologii przedwojennej, prawa bilansowego). Jakkolwiek, *par excellence* problematyka ta (wyjąwszy jej równoczesną przynależność do nauk ekonomicznych w zakresie finansów) stanowi część prawa handlowego to rzeczywistość naukowa jest zgoła odmienna (tzn. wiedza o prawie bilansowym ma charakter ekskluzywny). Szczęśliwie nie dotyczy to Doktoranta. Potrafił On bowiem zmieścić w rozbudowanej analizie nie tylko literaturę ekonomiczną i prawniczą ale właściwie je połączyć i rzetelnie uzupełnić ustawodawstwem europejskim (uwzględniając niuanse wynikające z jego poszczególnych wersji językowych) oraz

Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF).

Ten bardzo skomplikowany, ale nade wszystko znamionujący wszechstronność merytoryczną, zabieg umożliwił Autorowi postawienie i obszerne uzasadnienie tezy, że art. 345 § 3 k.s.h. nie wprowadza, odbiegających od zasad ogólnych reguł kształtowania ceny akcji (pomijając, że „gąszcz" unormowań dotyczących standardów wartości oraz „labirynt", w którym muszą poruszać się interpretatorzy nie pozwalają na więcej, aniżeli ukształtowanie się jedynie określonych praktyk nie mających ostatecznego – w sensie definitywnego – charakteru).

17. **Ostatni – ósmy – rozdział „Skutki naruszenia zasad finasowania"** obejmuje rozważania dotyczące sankcji, jakie mogą znaleźć zastosowanie w przypadku naruszenia zasad wskazanych w przepisach art. 345 k.s.h. W tej części rozprawy szczególną uwagę zwracają trzy elementy.

Pierwszy, to przeprowadzenie (ale i wzmocnienie) rozważań z wykorzystaniem obszernej doktryny polskiego prawa cywilnego i judykatury, co pozwoliło Doktorantowi na opracowanie pogłębionych i dojrzałych wywodów, w szerokim kontekście prywatnoprawnym. Niektóre z nich stanowią cenny wkład do nauki prawa, obejmując zagadnienia, które nie stanowiły dotychczas przedmiotu refleksji naukowej.

Drugim bardzo wartościowym elementem rozdziału ósmego jest jego zaawansowany charakter prawnoporównawczy. Otóż Autor nie tylko zbudował szeroką płaszczyznę komparatystyczną, ale nade wszystko bardzo płynnie (i merytorycznie trafnie) „zespolił ją" z kontekstem prawa polskiego. Było to zadanie szalenie trudne, zważywszy, że ustawodawca europejski w Dyrektywie 2017/1132 kwestię skutków naruszenia zasad

financial assistance pozostawił ustawodawcom krajowym. Dużego wyczucia, a przede wszystkim znawstwa tematu wymagało właściwe wkomponowanie do rozważań toczonych na gruncie prawa polskiego treści powstałych w doktrynie angielskiej, austriackiej, europejskiej, niemieckiej i włoskiej. Musiała zrobić wrażenie na recenzencie adekwatność tychże przywołań.

Trzecim handycap'em ostatniego rozdziału recenzowanej dysertacji jest jego złożona (a co najistotniejsze – kompletna) struktura obejmująca zagadnienia ogólne (w tym prezentację rodzajów naruszeń oraz kwestii autonomii czynności nabycia i objęcia akcji), zasadnicze (tj. podstawy obowiązku zwrotu świadczenia naruszającego zasady udzielania pomocy finansowej oraz środki ochrony w transakcjach MLBO) aż po kwestie szczegółowe (w postaci analizy odpowiedzialności członków organów oraz akcjonariuszy większościowych).

Jednym z kluczowych problemów ostatniego rozdziału dysertacji mgra Michała Miedzińskiego są podstawy obowiązku zwrotu świadczenia. O ile jednak Doktorant pieczołowicie opracował jedną z nich, tj. art. 350 § 1 k.s.h., to w przypadku art. 222 k.c. oraz (zwłaszcza) art. 405 k.c. pozostawił recenzenta w niedosytem. Ważkość tej ostatniej podstawy, jak również bogactwo doktryny pozwalającej na jej skonfrontowanie z literaturą ksh, nakazywały zagadnienie to opracować obszerniej, co miałoby iść w parze z pogłębieniem rozważań.

III. Konkluzje

18. Zgłoszone w recenzji uwagi krytyczne nie wpływają na bardzo wysoką ocenę pracy. Stanowi ona samodzielne opracowanie poważnego zagadnienia naukowego, które Doktorant wyraźnie postawił i konsekwentnie zrealizował, wykonując przy tym rzetelną pracę badawczą.

19. Recenzowane opracowanie, z uwagi na swoją wartość merytoryczną nie tylko powinno zostać opublikowane ale zasługuje na wyróżnienie.

20. Zważywszy na znakomity poziom recenzowanej rozprawy uważam, że praca doktorska Pana mgra Michała Miedzińskiego, stanowiąc oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz świadcząc o wysokiej wiedzy teoretycznej Autora, wykraczającej poza uprawianą dyscyplinę naukową, jak również Jego umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, w pełni odpowiada wymogom stawianym przez art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1789 ze zm.), a przez to może stanowić podstawę do podjęcia dalszych stadiów przewodu doktorskiego zmierzającego do nadania Doktorantowi stopnia naukowego doktora nauk prawnych.

prof. *nadzw.* SGH dr hab. Tomasz Siemiątkowski