

Kowno/Kraków, dn. 19 czerwca 2018 r.

dr hab. Arkadiusz Radwan, prof. VMU

Wydział Prawa, Uniwersytet Witolda Wielkiego (Vytautas Magnus Univ.) w Kownie

Recenzja pracy doktorskiej
Pani mgr Pauliny Kimla-Kaczorowskiej

pt. *Prawne uwarunkowania finansowania przez spółkę akcyjną*
nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji

Uchwałą Rady Naukowej Instytutu Prawa Cywilnego WPiA Uniwersytetu Warszawskiego z dn. 7.12.2017 r. zostałem powołany na recenzenta w przewodzie doktorskim Pani mgr Pauliny Kimla-Kaczorowskiej, której to roli podjąłem się z przyjemnością. Do recenzji przedstawiono mi dysertację doktorską pt. *Prawne uwarunkowania finansowania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji* przygotowaną przez Doktorantkę pod opieką naukową Pana Profesora Jacka Jastrzębskiego.

I. Wybór tematu

Zazwyczaj recenzenci rozpraw doktorskich (to samo dotyczy dzieł przedstawianych w postępowaniach awansowych) skupiają się na tym, na ile temat pracy wypełnia istniejącą w piśmiennictwie niszę („im większa nisza, tym słuszniejszy wybór pracy”). Trudno zaprzeczyć, że znalezienie i wypełnienie naukowej niszy może być uznane za samoistny atut kontrybucji badacza do zastanego stanu wiedzy. Moim zdaniem jednak o słuszności wyboru tematu w większym stopniu decyduje jego „zdatność badawcza”, przez którą rozumiem właściwy klucz wyodrębnienia zagadnienia i stosowny kaliber intelektualny problemu, który stawia przed sobą badacz. W kolejnym kroku recenzji powinno podlegać to, na ile udanie badacz potrafił zmierzyć się z postawionym problemem, czego probierzem będzie ocena, na ile wynikiem pracy jest poszerzenie istniejącego stanu wiedzy bądź podjęcie przekonującej polemiki z dotychczas obowiązującym paradygmatem.

Temat, który wybrała Doktorantka nie należy do tematów niezbadanych. Wprawdzie w chwili wyboru tematu przez Doktorantkę nie została jeszcze opublikowana monografia

autorstwa Jędrzeja Jerzmanowskiego (*Finansowanie przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji w procesie wykupu menedżerskiego*, Warszawa 2016), niemniej jednak większość zagadnień składających się na problematykę „wsparcia finansowego” została stosunkowo wnikliwie omówiona w literaturze komentarzowej oraz licznych opracowaniach artykułowych. Ukazanie się wspomnianej wyżej monografii J. Jerzmanowskiego, co nastąpiło na końcowym etapie prac Doktorantki, mogło być dla niej zaskakujące i kłopotliwe. Mimo to jednak udało się Doktorantce z powodzeniem obrócić tę niefortunną koincydencję na swoją korzyść, co uczyniła poprzez uwzględnienie w swojej dysertacji poglądów J. Jędrzejewskiego i skonfrontowanie się z nimi – w mojej ocenie w sposób nader udany. Mimo iż w wyborze przez Doktorantkę tematu, a tym bardziej w momencie złożenia przez nią ukończonej pracy, trudno było mówić o istnieniu niszy, to jednak wybrany przez Doktorantkę temat posiada w mojej ocenie niewątpliwą „zdatność badawczą”. Dlatego też wybór uznać należy za usprawiedliwiony. Mnogość na „rynku idei” wysokiej jakości opracowań problemu podniosła poziom trudności zadania, jakie postawiła przed sobą Doktorantka. Mimo to jednak dysertacja nie stanowi jedynie kompilacji czy nawet uporządkowania istniejących poglądów, ale proponuje oryginalne spojrzenie, w niektórych miejscach polemiczne wobec dominujących zapatrywań nauki. Wszystko to pozwala na uznanie, że wybór tematu pracy okazał się słuszny. Ocenę taką umacnia ożywiona dyskusja i narastający sceptycyzm wobec prawnej reglamentacji pomocy finansowej w nabywaniu/obejmowaniu akcji spółki, jaki w ostatnim czasie obserwowany jest w debacie międzynarodowej. Sprawa to, że temat podjęty przez Doktorantkę jest też niezwykle aktualny.

II. Struktura pracy

Praca dzieli się na trzy Części, które z kolei dzielą się na numerowane w sposób ciągły przez całą pracę Rozdziały, te zaś – stosownie do potrzeb – dzielą się na podrozdziały i mniejsze jednostki redakcyjne. Mimo iż objętość poszczególnych Części jest nierówna, to jednak klucz ich wyodrębnienia uznać należy za przekonujący. Ponieważ praca jest osadzona głównie w polskim porządku prawnym i rozwojowi polskiej myśli prawnej oraz polskiej legislacji praca ma służyć, dlatego też poświęcenie największej uwagi (*ergo*: zapisanie największej liczby kart dysertacji) rozwiązaniom przyjętym przez polskiego ustawodawcę (Część II) uznać należy za usprawiedliwione. Nie oznacza to, że Doktorantka ogranicza się do krytycznej konfrontacji z rozwiązaniami prawa polskiego – osobne (wyodrębnione w stosownych Rozdziałach) miejsce zajmuje geneza, ewolucja, stan obecny i krytyka

uregulowań europejskich (prawo UE). Pozytywnie należy ocenić także i to, że poszczególne Części i Rozdziały pracy nie są zatowarziane – przeciwnie: ustalenia poczynione w Części I są pożytkowane dla potrzeb wywodów i wniosków zawartych odpowiednio w Części II i III. Podział pracy na Rozdziały jest również przekonujący i czytelny. Przyjęta konstrukcja pracy umożliwia intuicyjne poruszanie się po obszernym studium, a porządek przyjętych Rozdziałów i mniejszych jednostek redakcyjnych we właściwej sekwencji wprowadza czytelnika w badaną przez Doktorantkę problematykę.

III. Warsztat i metody badawcze

Doktorantka deklaruje, że „podstawową metodą stosowaną w toku prac [...] była metoda formalno-dogmatyczna” (str. 15). Takie położenie akcentu mogłoby wywoływać sprzeciw co do wyboru preferowanej metody badawczej, gdyby nie okoliczność, że w dalszej części swojej pracy Autorka faktycznie poczynionej przez siebie na wstępie deklaracji przeczy (i czyni to z korzyścią dla pracy!). Prominentne znaczenie odgrywają bowiem badania prawno-porównawcze, wymienione przez Doktorantkę dopiero pod koniec krótkiej sekcji kreślącej zamierzenia metodologiczne i warsztatowe. Tymczasem to właśnie bardzo dojrzałe badania prawno-porównawcze stanowią o kunszcie warsztatowym Doktorantki. Inaczej niż w wielu pracach doktorskich, a nawet habilitacyjnych, gdzie rozdział prawno-porównawczy pozostaje w pewnym sensie „ciałem obcym” w pracy, tj. wywody prawno-porównawcze zostają zamknięte w jednym rozdziale, opartym zazwyczaj na kilku- bądź kilkunastu źródłach, i nie odgrywają większej roli w dalszym toku wyvodu, w przypadku recenzowanej pracy studia prawno-porównawcze nie polegają na „odhaczeniu” obowiązkowego punktu w kanonie metod badawczych, ale są rzeczywiście zintegrowane z celem badawczym pracy i towarzyszą Autorce niemal na każdym kroku wywodów merytorycznych osadzonych w prawie polskim, jako natywnym środowisku, w którym osadzone są badania. Warsztat prawno-porównawczy zasługuje na najwyższą ocenę – Doktorantka z dużą zręcznością porusza się po źródłach obcych, potrafi dokonać właściwej selekcji reprezentatywnej literatury przedmiotu i przedstawić ewolucję zagranicznej myśli prawnej dotyczącej omawianej instytucji na tle rozwoju tamtejszej praktyki rynkowej. Obserwacje i analizy komparatystyczne i historycznoprawne mają znakomite znaczenie dla prawidłowego zrozumienia funkcji omawianej instytucji w szerszym kontekście ekonomiczno-instytucjonalnym. Doktorantka przedstawia zagadnienia prawa i doktryny obcej w sposób bardzo przystępny dla czytelnika osadzonego w systemie prawa polskiego, co należy odnotować jako przejaw biegłości w sztuce komparatystycznej. Największą zaletą jest

jednak nie tyle samo (doskonałe) przedstawienie problematyki prawnej regulacji *financial assistance* w legislacji i orzecznictwie państw obcych, ile wykorzystanie wyników tych badań w dalszych rozważaniach na tle prawa polskiego i europejskiego. Mimo iż autorka skromnie deklaruje we wstępie, że badania prawnoporównawcze obejmują Anglię i Niemcy, to jednak w istocie zakres tych badań jest znacznie szerszy i – oprócz wymienionych – obejmuje w różnym zakresie dorobek takich państw jak Włochy, Belgia, Kanada, Australia i inne, w tym także takie, w których brak jest prawnej regulacji *financial assistance* – np. USA czy Szwajcaria. W przypadku tych ostatnich Autorka – w duchu komparatystyki funkcjonalnej – wskazuje na alternatywne rozwiązania i koncepcje prawne mające służyć rozwiązaniu tych samych problemów, które w prawie angielskim – a w ślad za nim w prawie UE – i w konsekwencji w państwach członkowskich UE podlegających obowiązkowi implementacji dyrektyw – adresuje prawna reglamentacja pomocy w finansowaniu nabywania akcji własnych spółki. Skomplementować należy umiejętne połączenie przez Doktorantkę metody historycznej z metodą prawnoporównawczą (są one zresztą organicznie z sobą splecione). Rozwiązania obecne w systemach prawnych państw obcych są przedstawione dynamicznie w ujęciu historycznym, co pozwala lepiej zrozumieć *ratio* leżącą u podstaw ich wprowadzenia i następnie dokonanych modyfikacji. Podsumowując ten fragment oceny metodologicznej należy z najwyższym uznaniem odnotować znakomity warsztat komparatystyczny Doktorantki – badania porównawcze są znakomicie udokumentowane źródłowo, przeprowadzone w duchu komparatystyki funkcjonalnej, umiejscowione w kontekście historyczno-ekonomicznym (ujęcie dynamiczne), a następnie z powodzeniem aplikowane do głównego nurtu wyводу osadzonego w prawie polskim.

Wśród metod obranych przez Doktorantkę zabrakło niestety ekonomicznej analizy prawa. Trudno czynić z tego kategorię zarzut metodologiczny, ponieważ ekonomiczna analiza prawa nie zawsze jest ujmowana w kanonie metod pracy badawczej prawnika. Osobiście jestem silnie przekonany o jej uniwersalnej użyteczności w badaniu instytucji prawa spółek, w szczególności zaś o celowości jej zastosowania do tematyki podjętej przez Doktorantkę. Jest to uzasadnione nie tylko materia, jaką stanowi *financial assistance*, fenomen tyleż prawny, co ekonomiczny, ale także i tym, że temat nie należy do „nieodkrytych” w literaturze prawa spółek, dlatego też zastosowanie metody ekonomicznej analizy prawa mogło stanowić wartość dodaną recenzowanej rozprawy na tle istniejącego piśmiennictwa. W szczególności Doktorantka powinna była dokonać analizy istniejącej w Polsce i w Unii Europejskiej reglamentacji finansowego wsparcia nabywania własnych akcji spółki jako reguł (ang. *rules*) ustalanych *ex ante* i skonfrontować je ze standardami (ang. *standards*) dookreślanymi *ex post* – a taką kwalifikację należy przyjąć dla oceny wzorca zachowania

zarządu przy decyzjach związanych z udzieleniem przez spółkę wsparcia finansowego na nabycie bądź objęcie akcji własnych spółki, który to zarząd podlega obowiązkom lojalności i starannego działania (na co zresztą słusznie zwraca w innym miejscu uwagę Doktorantka). Istnieje bogata literatura powstała w nurcie *law and economics*, która bada uwarunkowania skuteczności (efektywności) reguł (*rules*) i standardów (*standards*) w określonych kontekstach prawno-instytucjonalnych. Autorka prawidłowo identyfikuje funkcjonalne ekwiwalenty istniejącej regulacji (*rules*) którymi są obowiązki (wzorce działania) członków zarządu (*standards*). Zabrakło jednak podparcia tej intuicji teoretyczną analizą w duchu *rules vs standards.*, która to analiza mogłaby być pomocna przy formułowaniu finalnych wniosków i rekomendacji pod adresem polskiego i europejskiego prawodawcy (postulaty *de lege ferenda*)

Godny uznania jest rozmach badań źródłowych – praca jest bardzo starannie udokumentowana bibliograficznie. Doktorantka sięgała przy tym do materiałów istotnych dla różnych aspektów badanej przez nią problematyki – nie tylko prawa spółek, ale także prawa europejskiego, prawa cywilnego, prawa rynku kapitałowego. Należy odnotować bogactwo i wielorakość (wielość rodzajową) tekstów źródłowych – piśmiennictwa i orzecznictwa krajowego i obcego, a także europejskiego, krajowych i zagranicznych dokumentów urzędowych i zbliżonych, historycznych wersji projektów aktów prawnych etc.

Praca jest napisana starannym, precyzyjnym językiem. Wывód jest klarowny, znamionujący wysoki rygor intelektualny Doktorantki. Przejrzystość, przystępność (mimo zawilości poruszanych zagadnień) i poprawność językowa – wszystkie te przymioty sprawiają, że praca jest warsztatowo wzorcowa. Okazjonalnie pojawiające się omyłki pisarskie („literówki”) są wybacalne na etapie manuskryptu i zostaną zapewne wychwycone w toku przygotowywania rozprawy do druku, co w tym miejscu już rekomenduję.

Na marginesie wypada uwrażliwić Doktorantkę na (trzeba przyznać – trudne niekiedy do baczego śledzenia) zmiany w systematyce legislacji unijnej. Doktorantka deklaruje, że praca uwzględnia stan prawny na dzień 30 listopada 2017 r. Tymczasem jeszcze w czerwcu tamtego roku została przyjęta tzw. dyrektywa kodyfikująca (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1132 z dn. 14 czerwca 2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek, Dz.Urz. L 169, z dn. 30 czerwca 2017, s. 46–127), która to dyrektywa „wchłonęła” (zastąpiła) m.in. przytaczaną wielokrotnie przez Autorkę tzw. Dyrektywę Kapitałową. Przed oddaniem do druku Autorka powinna dokonać stosownej aktualizacji.

IV. Ocena merytoryczna

Praca jest stosunkowo obszerna (441 stron + załączniki + bibliografia). Jednocześnie materia podjęta przez Doktorantkę podlega badaniu w dwóch warstwach: (1) wykładnia istniejących uregulowań prawnych, w tym postulaty pewnej ich modyfikacji, z pozostaniem wszak w obecnym paradygmacie (reglamentacja *ex ante*); (2) odstępianie od istniejącej filozofii regulacyjnej na rzecz wykorzystania alternatywnych instrumentów prawnych – zazwyczaj wzorców postępowania zarządu (standardów) ocenianych *ex post*. W pierwszej warstwie (objętościowo zdecydowanie dominującej) występuje cały szereg problemów, które Autorka bardzo skrupulatnie identyfikuje. Już samo „wyłapanie” i uporządkowanie mnogości pojawiających się zagadnień zasługuje na uznanie. Z uwagi jednak na wielość tych zagadnień, nie będą one mogły z jednakową atencją zostać potraktowane w niniejszej recenzji. Skupię się zatem głównie na tych aspektach, które bądź to prowokują polemikę, bądź też zasługują na szczególne podkreślenie. Druga warstwa – „filozoficzna”, tj. dylemat wyboru właściwej strategii legislacyjnej (reglamentacja *ex ante* vs. ocena *ex post*), znajduje odzwierciedlenie zwłaszcza w konkluzjach Autorki, choć po lekturze całego wywodu konkluzja ta nie powinna czytelnika zaskoczyć.

W części I zatytułowanej *Ujęcie historyczne regulacji finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji* Doktorantka przedstawia genezę tytułowej instytucji. Za trafny należy uznać zabieg połączenia w ramach tej części analizy historycznej z analizą komparatystyczną – dzięki temu ta druga ukazana jest od strony dynamicznej, co przy okazji uwypukla funkcjonalne spojrzenie na omawianą regulację i całą, leżącą u jej podstaw problematykę. Bardzo cenne są badania źródłowe doktryny, orzecznictwa i materiałów roboczych grup powołanych do reformy prawa spółek w omawianych jurysdykcjach (zwłaszcza angielskiej, ale także niemieckiej, belgijskiej, włoskiej i innych). Rozdział 1 wieńczy podsumowanie, którego pierwsza lektura pozostawia wrażenie niedosytu – czytelnik wolałby zapoznać się z syntezą i wnioskami co do różnych ścieżek rozwoju, a nie jedynie skondensowaniem przekazu zawartego na poprzednich kartach. To pierwotne rozczarowanie słabnie jednak w miarę lektury kolejnych Rozdziałów – Autorka z pewnością korzysta bowiem z ustaleń poczynionych w toku badań komparatystycznych, a wnioski z tych badań towarzyszą rozważaniom Autorki nad dylematami co do wykładni i oceny prawa polskiego i prawa europejskiego. Mimo to jednak czytelnik do końca nie znajdzie wyraźnej syntezy, czy też próby zaproponowania objaśnienia rozbieżnych ścieżek ewolucyjnych prawa dotyczącego udzielania wsparcia finansowego w nabywaniu akcji własnych – nawet w bliskich kulturowo systemach prawnych (przeciwstawienie rozwiązań niemieckich rozwiązaniom szwajcarskim, przeciwstawienie rozwiązań angielskich

rozwiązaniom US-amerykańskim). Podsumowanie rozdziału 1, podobnie jak podsumowania kolejnych rozdziałów są redagowane konsekwentnie jako swego rodzaju streszczenia treści rozdziałów. Jest to pewien wybór Autorki, można wskazać na walory wyboru alternatywnego (synteza), mimo to jednak podsumowanie o postaci streszczenia ma niewątpliwie istotny walor „nawigacyjny” – umożliwia szybsze zapoznanie się z esencją poszczególnych stadiów badań prowadzonych przez Doktorantkę.

Bardzo pożyteczne są badania przedstawione w rozdziałach 2 i 3 poświęconych – odpowiednio – genezie i ewolucji prawa UE i prawa polskiego. W zakresie rozwoju regulacji wspólnotowej (obecnie – unijnej) Autorka demonstruje bardzo dużą biegłość w prawie europejskim. Wytknąć należy jednak wspomniane już wyżej przeoczenie inkorporacji Dyrektywy Kapitałowej do nowej „Dyrektywy kodyfikującej” (Dyrektywa 2017/1132), które nastąpiło kilka miesięcy przed datą zamknięcia manuskryptu wskazaną we wprowadzeniu. W obu rozdziałach (2 i 3) na pochwałę zasługuje skrupulatna praca źródłowa wykonana przez Doktorantkę, która dotarła m.in. do materiałów z prac Komisji Kodyfikacyjnej a następnie do prac parlamentarnych (rozdział 3).

Po tych badaniach historycznych, porównawczych i „genetycznych”, Doktorantka przechodzi do głównego filaru swojego studium – Części II: *Analiza regulacji zawartej w art. 345 KSH* (Rozdziały 4 – 10).

W rozdziale 4 Doktorantka przeprowadza analizę funkcjonalną tytułowej instytucji na tle mechanizmów ochrony kapitału zakładowego oraz celów, dla których instrumenty tej ochrony zostały ustanowione – tj. głównie ochrony wierzycieli. Osobno Autorka skupia się na ochronie akcjonariuszy (mniejszościowych) i ochronie rynku (głównie przed manipulacją ceną akcji). Już w tym wczesnym stadium Doktorantka akcentuje wyraźnie swoje wątpliwości co do zasadności utrzymania gorsetu regulacyjnego narzuconego przez prawo unijne w Dyrektywie Kapitałowej.

Rozważania prowadzone w ramach Rozdziału 5 ponownie znamionują biegłość Doktorantki w prawie unijnym – chodzi o wpływ prawa unijnego na prawo krajowe (ale także odwrotnie: wpływ źródłowych inspiracji pochodzących z prawa krajowego na wykładnię inspirowanych nimi rozwiązań unijnych, a przez to o pośrednie promieniowanie regulacji państw „eksporterów” na prawo państw „importerów” rozwiązań prawnych, przy czym import następuje za pośrednictwem prawa unijnego). Rozróżnienie to jest trafne, rzadko spotykane w polskim piśmiennictwie i zasługujące na pełną aprobatę – tak co do identyfikacji tych dwóch płaszczyzn, jak i w zakresie ustaleń dokonanych przez Doktorantkę.

W rozdziale 6 Doktorantka bada zakres czynności objętych art. 345 KSH. Należy najpierw zwrócić uwagę na nieco niefortunne stylistycznie ujęcie tytułu rozdziału: – *Zakres czynności objętych zakresem stosowania art. 345 KSH* (podkreślenie dodane - AR). Następnie odnotować wypada, że takie ujęcie tytułu sugeruje, że przedmiotem badania będzie zakres *przedmiotowy* reglamentacji, podczas gdy w dalszym toku pojawiają się też rozważania nad zakresem *podmiotowym* (pkt 6.2.3., 6.2.4.).

Z większością obserwacji Doktorantki poczynionych w ramach Rozdziału 6 wypada się zgodzić. Pewne wątpliwości można mieć w odniesieniu do praw wymienionych na str. 141-142. Doktorantka wskazuje bowiem, że przykładowo prawa poboru akcji nie będą objęte zakresem nabycia akcji, gdyż ich związek z akcjami nie jest – jak to ujmuje Autorka „na tyle ścisły, że można by mówić o substytucie akcji”. Teza taka budzi pewne wątpliwości zwłaszcza w sytuacji, w której akcje nowej emisji są oferowane do objęcia z istotnym dyskontem w stosunku do ceny rynkowej (w przypadku akcji notowanych na rynku giełdowym bądź w ASO będzie to kurs akcji). W takim przypadku prawo poboru stanowi mechanizm służący zapobieganiu rozwodnieniu majątkowemu – wartość prawa poboru odpowiada wartości potencjalnego rozwodnienia, a ponieważ prawo poboru przypada dotychczasowym akcjonariuszom *pro rata*, stanowi rekompensatę tego rozwodnienia (dokonuje się ono „w jednej kieszeni”). Stąd też wartość prawa poboru jest pochodną dyskonta w cenie emisyjnej akcji – w skrajnych przypadkach wartość prawa poboru mogłaby nawet wielokrotnie przewyższać wartość akcji nowej emisji. Przyjęcie, że reglamentacja *financial assistance* nie obejmuje takiego przypadku skutkowałoby aprobatą dla stosunkowo łatwego obejścia ustawowego zakazu. Dlatego też pogląd Doktorantki można uznać w tej mierze za dyskusyjny, przynajmniej tak długo, jak długo powszechnie obowiązującym nie jest pogląd o zakazie nieuzasadnionego rynkowo dyskonta w cenie emisyjnej nowych akcji emitowanych z zachowaniem prawa poboru.

Bardzo użyteczne i nowatorskie jest przedstawienie przez Autorkę poglądów doktryny na temat zakresu czynności objętych reglamentacją oraz rodzajem więzi (obiektywnej/subiektywnej) łączącej czyniącego (udzielającego wsparcia) z czynnością (wsparciem). Doktorantka, po starannym i przenikliwym zbadaniu poglądów doktryny, przedstawia ich rozpiętość w formie wykresu (str. 152). Z jednej strony ułatwia to identyfikację („zmapowanie”) wybrzmiałych poglądów (w tym ich ewolucje, w przypadku, kiedy autorzy zmieniali zdanie, co Doktorantka wychwytuje), z drugiej zaś wymownie ilustruje mnogość poglądów – *ergo* ewidentny brak jedności w polskiej doktrynie. Przekonująca jest konkluzja (pogląd własny) Doktorantki, wedle którego rozpatrywane pod względem zgodności z art. 345 KSH mogą być czynności prawne o skutku majątkowym, tak

rozporządzające jak i zobowiązujące, z którymi wiąże się co najmniej ryzyko uszczerplenia aktywów netto spółki, bądź które zapobiegają wejściu do majątku spółki składników, do których spółka była lub mogła w przyszłości być uprawniona (str. 174). W ramach rozważań nad rozumieniem celu w polskim prawie cywilnym (str. 177-187) Autorka dokonuje przeglądu reprezentatywnej literatury cywilistycznej. Przegląd ten warto uzupełnić o arystotelesowską koncepcję przyczynowości opartą na czwórpodziale: *causa materialis*, *causa formalis*, *causa efficiens*, *causa finalis*, przy czym przytaczane przez Autorkę rozważania doktrynalne skupiają się głównie na rozróżnieniu między dwoma ostatnimi: przyczyna sprawcza (*causa efficiens*) i przyczyna celowa (*causa finalis*). Rozróżnienie to może być także przydatne na dalszym etapie (str. 191 i n.), gdzie Doktorantka bada znaczenie „celu alternatywnego” jako możliwego uzasadnienia dla czynności, które w innych przypadkach musiałyby zostać objęte zakresem ograniczeń z art. 345 KSH. Rozważania te – i proponowane przez Autorkę demarkacje – są przekonujące, podobnie jak opowiedzenie się za poglądem o odwróceniu ciężaru dowodu: gdy adresat pomocy użył jej do nabycia akcji, należy domniemywać, że czynność prawna została udzielona w tym celu, tj. dla ułatwienia nabycia akcji, ciężar uniesienia dowodu obalającego to domniemanie powinien być przerzucony na spółkę (str. 199). Przekonujące (w mojej ocenie także słuszne), dobrze uargumentowane i bardzo subtelne są także wywody Autorki (str. 200-206) w przedmiocie objęcia zakresem regulacji czynności spółek zależnych (rozumienie pojęcia finansowania pośredniego). W swoich rozważaniach na temat czasowego zakresu obowiązywania ograniczeń z art. 345 KSH Autorka podejmuje udaną polemikę z poglądem wyrażonym w doktrynie, który próbuje dość arbitralnie zawęzić ramy czasowe obowiązywania reglamentacji z art. 345 KSH. Doktorantka odwołuje się przy tym do wykładni funkcjonalnej na tle znanych praktyk rynkowych (str. 208 – 211). Jest to jeden z wielu przejawów łączenia przez Doktorantkę kunsztu akademickiego ze znajomością praktyki transakcyjnej.

W Rozdziale 7 Doktorantka podejmuje się przeglądu *typów ustawowych*, tj. czynności prawnych kwalifikowanych *a limine* jako przejawy pomocy finansowej objętej zakresem stosowania art. 345 KSH, takich jak pożyczka, zabezpieczenie i zaliczkowa wypłata dywidendy (poświęcając zwłaszcza tej ostatniej drobne rozważania). Jeszcze bardziej wartościowe, gdyż wnoszące więcej do stanu wiedzy i jednocześnie kluczowe dla praktyki obrotu, są rozważania na temat *typów zwyczajowych*, tj. operacji stosowanych w praktyce transakcyjnej. Doktorantka analizuje kolejno łączenia, przekształcenia i podziały (str. 235-251) umowy związane z emisją akcji (str. 251-258), utworzenie spółki (str. 258), dystrybucję środków w postaci dywidendy, obniżenia kapitału i umorzenia akcji (str. 258-260), cash-pooling (str. 260-265), hedging (265-266) czy czynności pomocnicze

dokonywane przez spółkę jako uczestnika transakcji nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji (str. 266-272). Wyróżnienie wymienionych typów zwyczajowych ponownie potwierdza bogate doświadczenie transakcyjne Autorki, dzięki czemu praca zyskuje znaczący walor praktyczny.

W rozdziale 8 Doktorantka bada przesłanki udzielenia finansowania określone w art. 345 § 2- § 7 KSH. W pierwszym rzędzie skupia się na warunkach finansowania oraz wypłacalności (wiarygodności) potencjalnego dłużnika – beneficjenta zwrotnej pomocy finansowej (str. 273-281). Czynniki te Autorka ocenia rozłącznie, co może być dyskusyjne z punktu widzenia ekonomicznego, ponieważ wysokość odsetek (koszt kapitału, tj. podstawowy element „warunków finansowania”) zależy z jednej strony od wartości pieniądza w czasie (oprocentowanie kredytu *sensu stricto*), z drugiej zaś od ryzyka braku spłaty (wycena ryzyka jako komponent odsetkowy). Oczywiście spółka, która nie posiada portfela kredytowego, a zatem nie dywersyfikuje swojej ekspozycji na ryzyko braku spłaty (*default*) powinna być raczej zainteresowana pełnym zabezpieczeniem zwrotu pomocy, w konsekwencji czego odsetki powinny uwzględniać jedynie wartość pieniądza w czasie. W takim też przypadku łatwiej określić ich rynkowość, ponieważ punkt odniesienia (*benchmark*) jest bardziej zobiektywizowany (w porównaniu z podlegającą pewnej subiektywności wyceną ryzyka braku spłaty, który to czynnik jest szczególnie istotny jeśli wziąć pod uwagę, że udzielający wsparcia jest spółka niebędącą instytucją finansową, zatem niekoniecznie dysponującą stosownym aparatem oceny wiarygodności kredytowej). Poza tą drobną i w gruncie rzeczy dotyczącą drugorzędnej kwestii uwagę poglądy Doktorantki zaprezentowane w omawianym rozdziale zasługują w całej rozciągłości na aprobatę. Odnotować należy nieuchylanie się Doktorantki od zajmowania stanowiska w pojawiających się na marginesie jej rozważań kwestii o znaczeniu skądinąd w teorii prawa spółek fundamentalnym, jak choćby w kwestii rozumienia interesu spółki (str. 302-308). Bardzo wartościowe i przekonująco uargumentowane są też wywody Doktorantki dotyczące zagadnień stosowania wymogów opisanych w art. 345 § 2 – 7 KSH do przypadków pośredniego finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji, tj. z wykorzystaniem spółki zależnej bądź bardziej złożonych struktur wielopoziomowych w obrębie grupy spółek (str. 317-321).

Rozdział 9 poświęcony został omówieniu ustawowych wyjątków (uproszczeń) od ogólnych zasad finansowania przez spółkę nabywania lub obejmowania emitowanych przez nią akcji. Wyjątki te obejmują nienastręczające większych wątpliwości działania podejmowane przez instytucje finansowe w ramach ich zwykłej działalności (str. 324-327) oraz – już bardziej złożone i przez to w kilku punktach sporne w doktrynie – świadczenia na rzecz pracowników

spółki lub spółki z nią powiązanej (str. 327-344). W ramach rozważań czynionych na gruncie „wyjątku pracowniczego” Autorka po raz kolejny udowadnia swoją wszechstronność i erudycję badawczą, kiedy przybliża znajdującą się poza głównym nurtem studiów nad prawem spółek problematykę tzw. akcjonariatu pracowniczego, w tym inicjatywy unijne na tym obszarze (m.in. PEPPER IV). W toku właściwych wywodów na gruncie prawa polskiego – na tle prawodawstwa unijnego – Doktorantka prawidłowo zwraca uwagę, że derogacja art. 345 § 5 KSH przewidującego wymóg uchwały walnego zgromadzenia jest w pewnym sensie iluzoryczna, ponieważ wymóg ten pośrednio przywraca nieobjęty derogacją art. 345 § 4 KSH, który to przepis przewiduje obowiązek utworzenia kapitału rezerwowego, co z kolei kompetencyjnie przynależy do sfery wyłącznej walnego zgromadzenia (art. 348 § 1 KSH). Autorka aprobuje pogląd wyrażony w doktrynie, zgodnie z którym sformułowanie „pracownicy”, mimo iż *verba legis* – pluralne, nie wyklucza finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia akcji przez jednego tylko pracownika (str. 335). Autorka nie analizuje jednak scenariusza, w którym beneficjentem pomocy finansowej ma być osoba, której status pracowniczy został wykreowany instrumentalnie dla celu skorzystania z dobrodziejstwa wyjątku opisanego w art. 348 § 8 KSH, albo której status pracowniczy z jakichkolwiek innych powodów „pozostaje w tyle” za statusem inwestorskim. W takim przypadku skorzystanie z wyjątku mogłoby być uznane za obejście prawa, co Doktorantka pomija. Kontrowersyjne są poglądy Doktorantki na temat możliwości uznania menedżerów spółki za beneficjentów „wyjątku pracowniczego” przewidzianego w art. 345 § 8 KSH (str. 336-344). Po analizie uregulowań krajowych (w ujęciu systemowym) oraz orzecznictwa unijnego odnoszącego się do pojęcia pracownika, Doktorantka dochodzi do wniosku, że członkowie zarządu spółki – nawet, gdyby mieli być jedynymi beneficjentami – mogą korzystać z dobrodziejstw uproszczeń wynikających z art. 345 § 8 KSH, które jednak ostatecznie sprowadzają się – jak zauważa Doktorantka – w głównej mierze do obowiązku zachowania warunków rynkowych. Autorka przytacza przy tym normy KSH, z których wynikać ma zależna (podległa) rola członków zarządu. Pomija ona jednak przy tym art. 375¹ KSH, z którego wynika zakaz udzielania zarządowi wiążących instrukcji co do prowadzenia spraw spółki. Istotniejsze jest jednak spojrzenie na sytuację podwójnej kwalifikacji (jako członek zarządu i jako pracownik) z punktu widzenia swoistej absorpcji, czy też dominacji jednej roli (tożsamości) przez/nad drugą. W mojej ocenie tożsamość zarządcza dominuje tożsamość pracowniczą, a stosunek pracy pozostaje w istocie zredukowany do tytułu prawnego do uzyskiwania wynagrodzenia, w szczerkowym zakresie determinuje natomiast zakres możliwego działania członka zarządu. Analogiczna dominacja tożsamości zachodzi w przypadku ustalania odpowiedzialności cywilnej członka zarządu w stosunku wewnętrznym (wobec spółki) na gruncie art. 483 KSH. Odpowiedzialność ta nie może być

ograniczona przez fakt pozostawania członka zarządu w stosunku pracy (limit kwotowy z art. 119 KP). Limitacja odpowiedzialności pracowniczej ma uzasadnienie aksjologiczne w asymetrii sił i w podległym statusie pracownika. Trudno przenosić ją na pozycję zarządu. Podobne wartościowanie należy przeprowadzić w przypadku „wyjątku pracowniczego” określonego w art. 345 § 8 KSH. Promowanie akcjonariatu pracowniczego jest zjawiskiem odrębnym od zaangażowania inwestorskiego zarządu w transakcji MBO. Ta ostatnia sytuacja rodzi szczególny konflikt interesów. Doktorantka trafnie wskazuje na inne instrumenty adresujące problem konfliktu interesów (art. 15, art. 379 § 1 KSH), choć stosunek art. 15 do art. 345 KSH jest sporny i związany z kwestią adekwatności do omawianego przypadku zasady *lex specialis* (art. 345 KSH) *derogat legi generali* (art. 15 KSH). Mimo pewnych racji celowościowych, które podnosi Doktorantka, wydaje się, że *de lege lata* MBO podlegać musi pełnemu rygorowi opisanemu w art. 345 KSH. Zajmowane przeze mnie stanowisko jest zgodne z wyrażonym wyżej poglądem na temat oceny scenariusza, w którym inwestor zostaje instrumentalnie pracownikiem spółki jedynie po to, aby skorzystać z dobrodziejstwa derogacji, które umożliwia art. 345 § 8 KSH. Inna mogłaby być ocena rzeczywistej sukcesji właścicielskiej przy wykorzystaniu modelu ESOP, tj. sukcesji pracowniczej, o ile sukcesja taka byłaby inkluzywna, tj. umożliwiała partycypację wszystkim pracownikom, a nie tylko menedżerom spółki. Na koniec rozważań nad wskazanym zagadnieniem chcę podkreślić, że mimo mojego sceptycyzmu co do słuszności poglądu reprezentowanego przez Doktorantkę, z uznaniem odnoszę się do spójności i wszechstronności zaprezentowanej argumentacji. Pogląd przyjęty przez Doktorantkę, nawet jeśli w mojej ocenie niesłuszny, jest jednak niewątpliwie poglądem z kategorii „bronialnych” (Niemcy mają na to zgrabne bardzo określenie: *vertretbar*).

W Rozdziale 10 poświęconym skutkom naruszenia art. 345 KSH Doktorantka ukazuje szereg zagrożeń dla pewności obrotu związanych z następstwami naruszenia ustawowych wymogów udzielania wsparcia finansowego oraz z wątpliwościami co do tych następstw i ich zakresu. Poglądy Autorki zaprezentowane w tym dziale są dobrze uargumentowane i przekonujące.

Część III to *Ocena regulacji finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji w polskim prawie*. Wybór tytułu tej Części jest wątpliwy w świetle lektury treści poszczególnych Rozdziałów i podrozdziałów, gdzie mowa jest nie tylko o prawie polskim, ale także o prawie unijnym. Ponadto brzmienie tytułu Części III i tytułu Rozdziału 11 jest niemal identyczne, co jest niezgodne z zasadami prawidłowej systematyki tekstu. Mimo iż w recenzji pomijam wskazania drobnych błędów i omyłek pisarskich czy stylistycznych, w tym miejscu wyjątkowo wskażę na powtarzającą się wielokrotnie

„modyfikację” nazwiska pani Profesor Eilís Ferran z Uniwersytetu w Cambridge, która w pracy występuje jako E. Ferris. Pomijając te uwagi o charakterze formalnym, trzeba uznać, że ocena merytoryczna rozważań Doktorantki czynionych w Części III wypada pozytywnie.

Analizuje ona m.in. alternatywne sposoby zaadresowania tych problemów, dla których – za cytowanym przez Autorkę E. Wymeerschem – Dyrektywa Kapitałowa (obecnie Dyrektywa skodyfikowana) stanowi „złą odpowiedź na złe pytanie”. Doktorantka analizuje instrumenty ochrony wierzycieli przez instytucję kapitału zakładowego zwłaszcza w zakresie zakazu zwrotu wpłat na akcje (str. 375-383), ochronę (standard oceniany *ex post*) dzięki odpowiedzialności członków zarządu (str. 383-393), ochronę mniejszości w drodze zaskarżenia uchwał oraz inne prawa korporacyjne (str. 393-401). Dalej Autorka rozszerza swoją analizę o instrumenty ochrony zawarte w Kodeksie cywilnym (*actio Pauliana*), Kodeksie postępowania cywilnego (tymczasowa ochrona prawna) i Prawa upadłościowego i restrukturyzacyjnego (str. 401-403).

Doktorantka uznaje, że regulacja finansowania przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji zawarta w art. 345 KSH istotnie wzmacnia pozycję prawną akcjonariuszy oraz wierzycieli spółki (str. 407). Jednocześnie wskazuje na szereg – uwypuklonych we wcześniejszych Rozdziałach – mankamentów regulacji, związanych z jej niejasnością co do przesłanek oraz wątpliwościami co do skutków. W konsekwencji Doktorantka uznaje, że ustawowe wymogi wynikające z art. 345 KSH są nieadekwatne do poziomu i formy zagrożenia interesów akcjonariuszy oraz wierzycieli (str. 411), tzn. wynikające z nich korzyści w zakresie ochrony nie równoważą kosztów, które utrzymanie regulacji niesie dla obrotu gospodarczego (str. 419). Jest to zatem krytyka nie tyle szczegółów obowiązującej regulacji, ile jej fundamentów (filozofii). Autorka proponuje zatem liberalizację, który to postulat musi siłą rzeczy być skierowany w pierwszym rzędzie do prawodawcy unijnego, który narzuca na ustawodawcom krajowym stosunkowo sztywne ramy („gorset”). Tak też swój postulat Autorka adresuje (str. 425). Doktorantka sugeruje przeniesienie środka ciężkości na obowiązki powiernicze członków zarządu flankowane rygorem odpowiedzialności za naruszenie wzorca zachowania – w tym celu powinny one zostać – zdaniem Doktorantki – poddane dalszemu rozwojowi i harmonizacji. Doświadczenie harmonizacji uczy jednak czegoś innego – mianowicie tego, że w zakresie wzorców postępowania („standardów”, ang. *standards*), ustanawianych za pomocą klauzul generalnych, kluczową rolę odgrywają zakorzenione w narodowych tradycjach prawnych sądy dookreślające te standardy, czyli konkretyzujące treść i zakres powinności. Dorobek polskiego orzecznictwa w zakresie odpowiedzialności członków zarządu nie jest tutaj szczególnie przekonujący, a co najmniej nie jest jednolity, na co zresztą zwraca uwagę

Doktorantka (str.383-385). Konwergencja, jaka się stopniowo dokonuje w Europie w zakresie odpowiedzialności piastunów, nie jest wynikiem działań odgórnych (*top-down harmonisation*), ale efektem migracji idei, czyli przejawem stopniowej (i wciąż ograniczonej) harmonizacji oddolnej (*bottom-up harmonisation*). Skuteczność przeniesienia akcentu z reglamentacji *ex ante* tj., wymogów formalnych, które muszą być spełnione uprzednio w stosunku do operacji (na zasadzie „checking boxes”) na badanie zgodności zachowania zarządu z wzorcem (*standard*), dokonywane siłą rzeczy *ex post*, zależy od sprawności i fachowości sądów orzekających w sprawach korporacyjnych. Sprawność i fachowość sądów jest zatem istotną determinantą powodzenia przejścia od regulacji *ex ante* to oceny *ex post*. Sympatyzując z kierunkiem proponowanym przez Doktorantkę zwracam uwagę, że powinien on iść w parze z reformą sądownictwa, polegającą przykładowo na utworzeniu wyspecjalizowanych sądów korporacyjnych. Trzeba przy tej okazji przypomnieć, że podobna do znanej prawu akcyjnemu regulacja nie występuje w prawie spółek z o.o. (i nie będzie występowała w przypadku tzw. prostej spółki akcyjnej – w razie jej uchwalenia). Obecny w art. 345 KSH model ochrony i tak nie jest już zatem jedynym możliwym. Kierunek, który Doktorantka kreśli w Rozdziale 12 jest zatem co do zasady słuszny, choć do czasu liberalizacji na szczeblu prawa unijnego – niemożliwy do realizacji w państwach członkowskich UE w odniesieniu do spółek akcyjnych. Do tej pory uwagi *de lege ferenda* muszą ograniczać się do zmian w ramach narzuconego odgórnie paradygmatu regulacyjnego (co Doktorantka przekonująco czyni na str. 421-424).

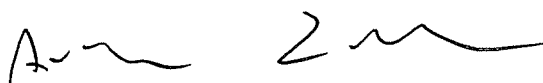
V. Wnioski końcowe

Praca zasługuje na bardzo wysoką ocenę. Autorka zdradza dużą erudycję prawniczą, swobodnie porusza się nie tylko w zagadnieniach korporacyjnych, ale także w prawie europejskim, ogólnym prawie cywilnym, prawie rynku kapitałowego czy szczególnych obszarach z obrzeży prawa spółek (akcjonariat pracowniczy). Dodatkowym atutem pracy jest bardzo umiejętne wykorzystanie metody prawnoporównawczej (komparatystyka funkcjonalna) i historycznoprawnej. Wartość pracy podnosi wyczuwanie praktyki obrotu wpływające – jak można bez trudu odgadnąć – z własnego doświadczenia transakcyjnego Doktorantki. Dzięki temu Doktorantka prawidłowo selekcjonuje zagadnienia problemowe, skupiając się na tych, które obok znaczenia teoretycznego, wykazują istotne znaczenie dla praktyki. Nie oznacza to utraty z oczu innych, mniej doniosłych praktycznie zagadnień – przeciwnie, praca jest kompletna, a moja niniejsza uwaga zmierza jedynie do podkreślenia właściwego rozłożenia przez Autorkę akcentów. Będzie niewątpliwą korzyścią dla nauki

prawa spółek, jeśli praca ukaże się drukiem i w ten sposób zaistnieje w szerszym obiegu naukowym. Z rychłej publikacji korzyść odniesie także praktyka prawnicza. Przed oddaniem manuskryptu do druku warto uzupełnić rozważania o – choćby zwięzłą – analizę prawno-ekonomiczną (*law & economics*). Warto też wskazać na dodatkowy element szerszego trendu poprzez wskazanie, że autonomicznie, tj. poza gorsetem prawodawstwa unijnego, polski ustawodawca projektujący tzw. prostą spółkę akcyjną zrezygnował z reglamentacji *financial assistance*¹.

VI. Konkluzja i wniosek formalny

W konkluzji stwierdzam, że przedłożona mi do oceny rozprawa doktorska Pani mgr Pauliny Kimla-Kaczorowskiej spełnia wszystkie wymogi stawiane rozprawom doktorskim w art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (tj. Dz.U. z 2017 r. poz. 1789 ze zm.), gdyż stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, wykazując jednocześnie ogólną wiedzę teoretyczną Doktorantki w dyscyplinie naukowej „prawo”, zwłaszcza w zakresie specjalizacji „prawo spółek”, oraz potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia badań naukowych. W rzeczy samej praca wykracza poza wskazany w art. 13 ust. 1 Ustawy wzorzec oceny. Dlatego też chciałbym zwrócić się do Rady Wydziału z prośbą o rozważenie przyznania Doktorantce najwyższego wyróżnienia – *summa cum laude*. Jednocześnie z pełnym przekonaniem wnoszę o dopuszczenie Doktorantki do dalszych etapów w przewodzie doktorskim.



¹ Zob. <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12311555/katalog/12507990#12507990>.