

Dr hab. Tomasz Sójka
Prof. nadzw.
Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza
w Poznaniu

Poznań, 12.08.2019

Recenzja rozprawy doktorskiej
mgr. Rafała Filipa Szymańskiego
„Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych
z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych”

1. Wprowadzenie

Celem rozprawy przygotowanej przez Autora jest próba odnalezienia odpowiedzi na kilkanaście szczegółowych pytań badawczych, związanych z problematyką korporacyjnoprawnych skutków naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji. Autor trafnie zidentyfikował wiele istniejących w tym zakresie wątpliwości, które dotychczas nie zostały wyczerpująco wyjaśnione w literaturze. Ich rozstrzygnięcie ma z pewnością nie tylko teoretycznoprawne znaczenie, ale i stanowi wyjątkowo istotną kwestię dla praktyki obrotu gospodarczego. Rozwój nowoczesnej gospodarki rynkowej nie jest możliwy bez sprawnie funkcjonującego rynku giełdowego, na co z kolei ogromny wpływ mają regulacje prawne. Nie sposób nie zgodzić się z Autorem, który stwierdza, że istniejące *de lege lata* przepisy prawa rynku kapitałowego nie są doskonałe. Niewątpliwie istnieje więc potrzeba pogłębionej analizy prawnej wielu regulacji w tym zakresie, zarówno z punktu widzenia rozwoju nauki prawa, jak i wsparcia profesjonalnych uczestników obrotu giełdowego. Autor przedstawił przedmiotowe zagadnienie poczynając od omówienia źródeł prawa właściwych dla badanej tematyki i przybliżenia podstawowych jej instytucji, następnie przechodząc do analizy poszczególnych obszarów tematycznych.

Autor przyjął klasyczny układ pracy doktorskiej, rozbijając jej treść na wprowadzenie, sześć rozdziałów oraz uwagi końcowe (wnioski).

Rozważania pracy rozpoczynają się od analizy obowiązków wynikających z przepisów regulujących obrót znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Autor przedstawia klasyfikację tych obowiązków, a także szczegółowo przedstawia: obowiązki notyfikacyjne i informacyjne oraz obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji. Rozważania te przybliżają *ratio legis* określonych obowiązków, a także ich zakres, treść i sposób wykonania. Cenne wzbogacenie uwag natury prawnej stanowią refleksje natury ekonomicznej.

Rozdział drugi poświęcony został omówieniu naruszeń obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Autor szczegółowo analizuje poszczególne przypadki możliwych naruszeń. Sporo miejsca poświęcił również problematyce winy jako kryterium oceny naruszenia obowiązków, przede wszystkim przy badaniu kwestii, czy ocena danego przypadku naruszenia obowiązku na potrzeby ustalenia możliwości zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie, powinna być dokonywana z uwzględnieniem obiektywnego kryterium stwierdzenia bezprawności działania (zaniechania), czy jednak powinna uwzględniać subiektywny element winy sprawcy.

W rozdziale trzecim Autor omówił zagadnienie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji nabytych z naruszeniem obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji lub ze wszystkich posiadanych akcji. Rdzeń tej części pracy stanowią rozważania na temat charakteru prawnego i zakresu przedmiotowej sankcji. Mają one charakter kompleksowy, Autor kolejno skupia się bowiem zarówno na zakresie podmiotowym sankcji, jak i jej zakresie przedmiotowym, szczegółowo opisując poszczególne zagadnienia. Na aprobatę zasługuje przeprowadzona w pkt 3.5.3 rozdziału analiza wpływu sankcji pozbawienia prawa głosu z akcji na możliwość realizacji innych uprawnień korporacyjnych (jak prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu czy prawa zaskarżania uchwał). Autor dostrzegł również rozróżnienie między pojęciami „wykonywania” prawa głosu i „posiadania” ogólnej liczby głosów, wyciągając trafne wnioski dotyczące znaczenia tego rozróżnienia. Na uwagę zasługują również sformułowane w podsumowaniu tej części rozważań wnioski *de lege ferenda*, w szczególności postulat sprecyzowania przez ustawodawcę kwestii czasu trwania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ponieważ aktualne brzmienie regulacji w istocie wywołuje poważne wątpliwości interpretacyjne.

Rozważania rozdziału czwartego mają charakter komparatystyczny. Autor prezentuje w nim korporacyjnoprawne sankcje za naruszenie obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych kolejno w prawie niemieckim, francuskim i amerykańskim. Autor dostrzega różnice pomiędzy tymi systemami (w tym te istniejące pomiędzy modelem niemieckim i francuskim, pomimo wspólnego źródła w prawie unijnym). Konkluzje dotyczące większej precyzji uregulowań obcych porządków prawnych pozwoliły na sformułowanie wniosków *de lege ferenda*. Od strony redakcyjnej wątpliwości budzi natomiast zamieszczenie tych stosunkowo wąskich rozważań (łącznie 14 stron) w osobnym rozdziale (zwłaszcza w zestawieniu z obszernością pozostałych pięciu rozdziałów), zamiast rozmieszczenia ich w poszczególnych fragmentach pracy.

Rozważania rozdziału piątego poświęcone zostały środkom kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a także weryfikacji prawa głosu nabywcy znacznego pakietu akcji. Rozważania tego rozdziału mają szczególnie doniosłe znaczenie dla praktyki funkcjonowania spółek giełdowych. Autor skrupulatnie analizuje wszystkie „etapy” organizacji walnego zgromadzenia, począwszy od sporządzenia listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału, przez sporządzenie listy obecności i samo głosowanie, aż po przerwę w obradach. Rdzeń rozdziału stanowią natomiast rozważania dotyczące możliwości kontroli zgodności z prawem nabycia znacznego pakietu akcji przed i w trakcie walnego zgromadzenia. Według kryterium podmiotowego zbadano kolejno uprawnienia w tym zakresie akcjonariuszy, zarządu, przewodniczącego zgromadzenia, notariusza, Komisji Nadzoru Finansowego i wreszcie sądu. Zasygnalizowana została również m.in. (być może nieco zbyt lakonicznie) interesująca praktyka tzw. wielokrotnego głosowania. Cenny wkład Autora stanowią rozważania natury empirycznej, w tym uwagi dotyczące praktyki nabywców znacznych pakietów akcji w polskich spółkach giełdowych. Rozdział zakończony został obszernymi postulatami *de lege ferenda*, mającymi stanowić propozycję odpowiedzi na zidentyfikowane problemy.

W rozdziale szóstym zbadano konsekwencje oddania głosu na walnym zgromadzeniu spółki publicznej przez akcjonariusza objętego zakazem, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie. Autor poświęcił uwagę problematyce ustalenia rzeczywistej treści uchwał podjętych z naruszeniem zakazu, w tym problematyce obliczania wyniku głosowania z udziałem akcjonariusza objętego tym zakazem.

Szczególnie interesujące są rozważania dotyczące koncepcji określenia rzeczywistej treści uchwały w drodze powództwa o ustalenie z art. 189 k.p.c., choć szkoda, że nie zostały one zwieńczone bardziej zdecydowanym stanowiskiem Autora w przedmiocie oceny tej koncepcji. Na uwagę zasługują również rozważania dotyczące ważności uchwały walnego zgromadzenia podjętej z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie. Autor odniósł się także do wciąż budzącej kontrowersje w polskiej nauce prawa spółek koncepcji „uchwał nieistniejących”, słusznie opowiadając się przeciwko możliwości jej zastosowania *de lege lata*.

Ostatnią część pracy Autor poświęcił na przedstawienie podsumowania swoich wywodów.

Doktorant formułuje w pracy następujące pytania badawcze: (i) czy ograniczenia jakie prawo nakłada na inwestorów nabywających znaczne pakiety akcji w spółkach publicznych nie są zbyt rygorystyczne z punktu widzenia fundamentalnych zasad - swobód prawa cywilnego, jak swoboda umów lub swoboda obrotu prawami majątkowymi?; (ii) czy sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich akcji spółki publicznej za naruszenie wymogów związanych z obrotem znacznymi ilościami takich akcji jest współmierna do funkcji i celów prawa w tym zakresie?; (iii) czy sankcja polegająca na zakazie wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej posiadanych przez nabywcę znacznego pakietu akcji (także z tych wcześniej prawidłowo przez niego nabytych) jest zgodna z unijną dyrektywą proporcjonalności („proportionate“)?; (iv) czy pozbawienie nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej prawa głosu w całkowitym wymiarze, tj. ze wszystkich posiadanych przez niego akcji tej spółki, czyli również prawa głosu przysługującego mu z poprawnie nabytych wcześniej akcji, w sytuacji naruszenia obowiązków odnoszących się wyłącznie do części nabytych akcji spółki publicznej, jest zgodne z demokratyczną zasadą ochrony praw nabytych, a tym samym jest konstytucyjne?; (v) co oznacza z punktu widzenia statusu prawnego i uprawnień korporacyjnych akcjonariusza ów zakaz wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji; (vi) jaka jest relacja sankcji utraty prawa głosu z akcji spółki publicznej w stosunku do pozostałych uprawnień korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi w spółce publicznej - jak sankcja ta wpływa na ich wykonywanie?; (vii) czy zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej stanowi permanentny (nieodwołalny) skutek

naruszenia wymogów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, czy, alternatywnie, istnieje możliwość jego cofnięcia w przypadku późniejszej sanacji stanu naruszenia?; (viii) kto jest kompetentny do nadzorowania i oceny prawidłowości procesów nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, a co za tym idzie, kto i kiedy - w razie ujawnienia stosownych dowodów - dysponuje środkami umożliwiającymi stwierdzenie naruszenia wymogów w tym zakresie i rozstrzygnięcie o zastosowaniu sankcji pozbawiającej prawa głosu z akcji spółki publicznej będącej konsekwencją tego naruszenia?; (ix) jak mają zachować się organy spółki publicznej, przewodniczący WZA, notariusz, sami akcjonariusze tej spółki, bądź Komisja Nadzoru Finansowego w obliczu powzięcia - przed rozpoczęciem WZA lub w trakcie jego obrad - wiadomości uzasadniającej zastosowanie wobec danego akcjonariusza sankcji zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych przez niego akcji spółki publicznej?; (x) czy i, ewentualnie w jakim trybie, przysługuje organom spółki lub innym zainteresowanym podmiotom, a, w szczególności, samemu akcjonariuszowi, który ma wątpliwości co do tego czy poprawnie wykonał spoczywające na nim obowiązki w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, możliwość uprzedniego ustalenia czy prawo głosu z danej części lub ze wszystkich akcji ów akcjonariusz może wykonywać, czy, przeciwnie, prawo to na skutek ujawnionych uchybień utracił?; (xi) jakie są konsekwencje oddania i uwzględnienia w wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej głosów z akcji „ubezględnionych” w skutek ich nabycia wbrew obowiązkowi dotyczącemu obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych?; (xii) czy uchwała WZA spółki publicznej podjęta przy udziale głosów z akcji objętych sankcją zakazu wykonywania prawa głosu pozostaje ważna, a, wobec tego, że głosów tych *ex lege* nie uwzględnia się przy obliczaniu wyniku głosowania, jaki jest tzw. „obiektywny” kształt tej uchwały?; (xiii) kto ma legitymację do ustalenia prawidłowej treści uchwały WZA spółki publicznej, która podjęta została z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi - czy dopuszczalne jest zbadanie treści takiej uchwały w trybie sądowego powództwa o ustalenie?; (xiv) czy w obecnym stanie prawnym istnieje w ogóle procedura umożliwiająca w praktyce efektywne i bezsporne zastosowanie korporacyjnoprawnej sankcji pozbawienia prawa głosu.

Zasadniczym celem recenzowanej rozprawy jest odnalezienie odpowiedzi na przedstawione wyżej pytania.

Wiodącą tezę badawczą dysertacji jest twierdzenie, że regulacja sankcji polegającej na pozbawieniu akcjonariusza spółki publicznej prawa głosu z części lub ze wszystkich należących do niego akcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, zagraża stabilności stosunków korporacyjnoprawnych obowiązujących w spółce publicznej oraz bezpieczeństwu prowadzonego przez tę spółkę obrotu.

W toku dalszych wywodów prowadzonych w pracy, Autor poddaje analizie następujące hipotezy: (i) hipoteza głosząca, iż w obecnym stanie prawnym skuteczne egzekwowanie sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w skutek uchybienia poszczególnym obowiązkom związanym z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych jest *de facto* niemożliwe; (ii) hipoteza twierdząca iż wobec braku uniwersalnych mechanizmów ustawowych stosowania sankcji utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w następstwie ujawnienia naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji w spółkach publicznych żaden podmiot, funkcjonariusz ani organ spółki lub instytucji nadzoru nie jest obecnie kompetentny do stwierdzenia ww. naruszeń i zastosowania tej sankcji ani przed, ani w trakcie obrad WZA spółki publicznej; (iii) hipoteza stanowiąca, iż wobec braku precyzyjnie określonej normy kompetencyjnej w zakresie stwierdzenia zaistnienia przesłanek sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej oraz jej „wyegzekwowania” nie jest dopuszczalne uznanie takiej kompetencji na rzecz jakiegokolwiek podmiotu, funkcjonariusza ani organu spółki lub instytucji nadzoru, ani tym bardziej wyposażenie w taką kompetencję jakiegokolwiek podmiotu, funkcjonariusza ani organu spółki lub instytucji nadzoru w drodze domniemania albo w rezultacie stosowania wykładni prawa bądź poszczególnych wnioskowań prawnych; (iv) hipoteza stwierdzająca, iż wobec tego, że treść sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej będącej następstwem uchybienia obowiązkom dotyczącym nabywania znacznych ilości akcji spółek publicznych ingeruje w prawa podmiotowe ucieleśnione w akcji, a każdy, także hipotetycznie przyjęty na tle obowiązujących regulacji, sposób lub tryb doraźnego zastosowania (stwierdzenia) tej sankcji stanowi nadużycie kompetencji, naruszenie praw podmiotowych akcjonariusza lub grozi destabilizacją stosunków korporacyjnoprawnych; (v) hipoteza stanowiąca, że możliwe jest - w razie powzięcia

wątpliwości co tego czy doszło do naruszenia obowiązków w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych a w rezultacie do ewentualnej utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej - „prewencyjne” ustalenie przez spółkę publiczną lub przez zainteresowanego akcjonariusza, w trybie powództwa o ustalenie, czy prawo głosu z posiadanych akcji akcjonariusz ten może wykonywać, czy nie, a jeżeli tak, to w jakim zakresie; (vi) hipoteza głosząca, że *de lege lata* wyłączną kognicję w zakresie stwierdzenia przesłanek i „wyegzekwowania” sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej przypisać należy sądowi, natomiast rozwiązanie to, ze względu na powszechnie znaną długotrwałość postępowań sądowych, nie odpowiada potrzebom praktycznym w tym zakresie - zagraża bezpieczeństwu stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz pewności obrotu prawnego dokonywanego na mocy uchwał WZA spółki publicznej podjętych z ewentualnym udziałem głosów oddanych wbrew zakazowi bądź podjętych w wyniku niesłusznego wykluczenia głosów oddanych zgodnie z prawem, a także opóźnia i dezorganizuje funkcjonowanie spółek publicznych; (vii) hipoteza, wedle której w obecnym kształcie sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w skutek naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych nie stanowi skutecznego mechanizmu egzekwowania prawa w tym zakresie, a tym samym nie odpowiada zasadzie efektywności (franc. *effet utile*) wykonywania prawa unijnego; (viii) hipoteza stanowiąca że jeżeli sankcja polegająca na zakazie wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej w konsekwencji naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych ma stanowić skuteczny i dający się „wyegzekwować” w praktyce mechanizm represyjny, istnieje potrzeba uzupełnienia przez ustawodawcę obowiązujących regulacji poprzez wprowadzenie do porządku prawnego uniwersalnej procedury kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych oraz precyzyjnego trybu oceny ewentualnych nieprawidłowości; (ix) hipoteza stwierdzająca, że w ramach postulowanej powyżej inicjatywy legislacyjnej, wprowadzenia do porządku polskiego prawa rynku giełdowego następujących zmian - rozwiązań prawnych (postulaty *de lege ferenda*): a) zobowiązanie akcjonariuszy spółek publicznych, których akcje notowane są na rynku regulowanym, tychże spółek lub zarządów tychże spółek do poddawania

wszelkich sporów na tle potencjalnego naruszenia przez akcjonariuszy obowiązków w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji tychże spółek oraz związanego z tym naruszeniem zastosowania korporacyjnoprawnej sankcji pozbawienia ich prawa głosu z części lub całości posiadanych akcji pod doraźne rozstrzygnięcie Sądu polubownego przy KNF lub Sądu Giełdowego, na mocy stosownych postanowień statutowych, które winny stanowić odtąd obligatoryjny element statutu każdej spółki publicznej, lub na mocy odpowiednich postanowień Regulaminu Giełdy, danego Sądu, lub też na mocy umowy zawartej z GPW - warunkującej dopuszczenie akcji spółki publicznej do obrotu na rynku regulowanym lub na mocy właściwego przepisu ustawowego, przy czym zapadłe rozstrzygnięcia na tle tych sporów, niezależnie od postaci rozstrzygnięcia, byłyby skuteczne w wymiarze horyzontalnym i natychmiastowo wykonalne - w celu zapewnienia szybkości oraz pewności obrotu gospodarczego uzależnionego od kierunku (treści) tychże rozstrzygnięć; b) w związku z powyższym, wyposażenie, odpowiednio, Sądu Polubownego przy KNF lub Sądu Giełdowego w wyrażne właściwości do wydawania rozstrzygnięć w trybie przyspieszonym w sprawach dotyczących zastosowania i egzekwowania sankcji utraty prawa głosu z części lub z całości akcji spółek publicznych wskutek naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji takich spółek, a także precyzyjne określenie zasad przyspieszonego postępowania (w formule elektronicznej) przed tymi Sądami oraz wydawania przez nie rozstrzygnięć w ww. sprawach, na podstawie stosownych klauzul statutowych, postanowień umowy bądź postanowień regulaminów, sformułowanych zgodnie z wymogami zapisu na sąd polubowny; d) utworzenie Sądu Rynku Kapitałowego lub, szerzej, Sądu Rynku Finansowego, w którym funkcje sędziów pełniłby wyłącznie sędziowie - specjaliści z dziedziny prawa rynku kapitałowego lub finansowego oraz wprowadzenie właściwych dla takiego sądu przepisów proceduralnych, na podstawie których przysługiwałaby mu wyłączna kognicja do rozstrzygania sporów, zarówno w sprawach cywilnych, jak i administracyjnych, powstałych na tle regulacji poświęconych organizacji i funkcjonowaniu rynku kapitałowego (lub finansowego), zawartych m.in. w ustawie o ofercie publicznej, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym czy ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym. W szczególności, Sąd Rynku Finansowego powinien rozstrzygać, w określonym terminie, czyli np. nie później niż do dnia najbliższego posiedzenia WZA spółki

publicznej, czy i w jakim zakresie sankcja w postaci utraty prawa głosu z akcji ma w danych okolicznościach zastosowanie.

Podstawową metodę badawczą pracy stanowiła metoda formalno-dogmatyczna mająca za przedmiot analizę treści przepisów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

Na wyróżnienie zasługuje niezwykle umiejętne posługiwanie się przez Doktoranta metodą prawnoporównawczą. Rozważania te są niezwykle ciekawe i znacząco wzmacniają argumentację dogmatyczną Autora. Dzięki tym analizom Doktorantowi udało się umieścić analizowaną problematykę w szerszym kontekście międzynarodowych rozważań prawnych. Uzupełniająco Autor posługuje się także metodą ekonomicznej analizy prawa, która pozwala na umiejscowienie problematyki pracy w szerszym kontekście funkcjonalnym. Podejście to należy ocenić pozytywnie, gdyż odpowiada ono międzynarodowym standardom prowadzenia badań prawnych w analizowanym kontekście.

Rozprawa zawiera obszerny i ciekawy przegląd zarówno polskiego jak i zagranicznego dorobku doktryny. Dobór literatury przedmiotu należy więc uznać za trafny.

2. Ocena pracy

Recenzowana praca zasługuje na jednoznacznie pozytywną ocenę. Zarówno w zakresie samych tez stawianych przez Autora, jak i metodologii oraz stylistyki ich obrony, rozprawę tę uważam za wyróżniającą się.

Wybór tematu rozprawy doktorskiej należy ocenić pozytywnie. Jakkolwiek problematyka korporacyjnoprawnych skutków naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych doczekała się już obszernych analiz w literaturze przedmiotu, to jednak publikacja Doktoranta trafnie wpisuje się w istniejącą lukę i w ten sposób rozwija dorobek polskiej doktryny. Dotychczasowe publikacje – by wymienić tutaj monografię M. Mataczyńskiego czy też wiele publikacji o charakterze komentatorskim – koncentrowały się na wykładni obowiązujących przepisów prawnych. Autor z kolei poddaje te ustalenia krytycznej

analizie pod kątem ich celowości, prawidłowości transpozycji prawa unijnego, konstytucyjności oraz efektywności. Niektóre tezy Doktoranta były w formie częściowej zgłaszane przez doktrynę na marginesie innych rozważań. Niewątpliwym osiągnięciem Autora jest jednak ich systematyczne i metodologicznie poprawne zebranie w opracowaniu monograficznym.

Strona formalna pracy zasługuje na najwyższe uznanie. Opracowanie napisane jest zrozumiałym i poprawnym językiem. Struktura pracy nie budzi jakichkolwiek zastrzeżeń. Na wysoką ocenę zasługuje jasne sformułowanie celów badawczych pracy i hipotez naukowych, które podlegają systematycznej i metodologicznie poprawnej weryfikacji w ramach całego opracowania.

Praca została napisana z wykorzystaniem obfitych i wyczerpujących źródeł doktrynalnych. Na uznanie zasługuje w szczególności wykorzystanie literatury zagranicznej.

Skrupulatność Autora w ramach przeprowadzanych analiz należy ocenić bardzo pozytywnie. Jedynie w kilku przypadkach ma ona niepożądane konsekwencje w postaci nadmiernej rozwlekłości rozważań, które można było ująć w postaci dużo bardziej syntetycznej.

Zgadzam się z większością tez sformułowanych przez Doktoranta. Są one skrupulatnie sformułowane oraz rzeczowo i wyczerpująco uzasadnione. Dotyczy to w szczególności: wąskiego zakresu sankcji pozbawienia prawa głosu, wyłącznej kompetencji sądów powszechnych do wiążącego badania zaistnienia przesłanek tej sankcji czy potrzeby powołania wyspecjalizowanych sądów w tym zakresie.

Na szczególne uznanie zasługuje *de lege lata* odważna – choć moim zdaniem trafna – teza o możliwości sanowania naruszenia obowiązków w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji i w efekcie uchylenia sankcji „uśpienia” prawa głosu z akcji. Autor trafnie zauważa, że bezterminowa sankcja niemożności wykonywania prawa głosu z wszystkich akcji należących do podmiotu, który dopuścił się naruszenia analizowanych przepisów, jest sprzeczna z prawem unijnym i Konstytucją RP. W tym kontekście brakuje mi jednak pogłębionej analizy potrzeby ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w kontekście procesowym – tj. zbudowania *de lege ferenda* mechanizmów motywujących ich do dochodzenia wspomnianej sankcji przed sądami

pomimo faktu, że sankcja ta może być uchylona na skutek wykonania obowiązku ciążącego na akcjonariuszu, który nabył znaczny pakiet akcji z naruszeniem przepisów ustawy.

Na marginesie: podzielam umiarkowanie pozytywne podejście Autora do dwustopniowego modelu ogłaszania wezwań w prawie polskim. Jakkolwiek stanowi ono do pewnego stopnia kreatywną transpozycję XIII Dyrektywy, to jednak za takim rozwiązaniem przemawiają argumenty związane z wspieraniem przez prawo rynku kapitałowego procesów restrukturyzacji spółek będących przedmiotem przejęć.

Nie przekonują mnie argumenty Autora dotyczące winy jako przesłanki stosowania sankcji „uśpienia” prawa głosu – ani w aspekcie *de lege lata* ani *de lege ferenda*. W praktyce obrót znacznymi pakietami akcji na rynku regulowanym należy do sfery obrotu profesjonalnego, gdzie obowiązują podwyższone mierniki staranności z tym związanej. Nawet jeśli określony nabywca akcji sam nie jest profesjonalistą, to jednak skala inwestycji oraz obowiązkowe pośrednictwo maklerskie sprawiają, że zawsze tego typu transakcje dokonywane są w ramach profesjonalnej infrastruktury rynku kapitałowego. Konieczność wykazywania winy w tym zakresie jedynie negatywnie wpłynęłaby na długość postępowań sądowych dotyczących przedmiotowych spraw.

3. Wnioski

Uważam, że recenzowana rozprawa doktorska spełnia wymagania, o których mowa w art. 13 ust. 1 ustawy o stopniach i tytule naukowym z 14 marca 2003 r., tj. stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę kandydata w dziedzinie prawa handlowego i rynku kapitałowego, a także umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Mając na uwadze sformułowane wyżej wnioski częściowe recenzowaną pracę uważam za niezwykle wartościową i interesującą. Stanowi ona cenny wkład w rozwój polskiego prawa handlowego.

