

Kraków, dnia 25 września 2023 r.

**Sebastian Trzcina**

Katedra Publicznego Prawa Gospodarczego i Polityki Gospodarczej

Wydział Prawa i Administracji

Uniwersytet Jagiellońskiego w Krakowie

## **STRESZCZENIE**

### **ROZPRAWY DOKTORSKIEJ**

#### **pt. „Rozszczepianie praw akcjonariuszy spółek publicznych a obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego”**

Rozprawa doktorska obejmuje analizę wpływu rozszczepiania praw akcyjnych na transparentność rynku kapitałowego oraz ochronę akcjonariuszy mniejszościowych w odniesieniu do obowiązków wezwaniowych i notyfikacyjnych. W toku dysertacji zweryfikowano szczelność obecnie funkcjonujących regulacji z zakresu prawa rynku kapitałowego dotyczących badanej tematyki oraz wypracowano postulaty *de lege ferenda* w zakresie poprawy jakości legislacji oraz dostosowania właściwych przepisów do sytuacji relewantnych z perspektywy zadań przez nie realizowanych.

Celem pracy doktorskiej było przeprowadzenie badania zakresu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, a także ich efektywności pod kątem ochrony interesów akcjonariuszy i inwestorów. Rozważania w tym temacie były prowadzone z perspektywy rozszczepiania praw korporacyjnych i majątkowych. Ponadto dokonano oceny istniejących w polskim systemie prawnym rozwiązań z zakresu powinności notyfikacyjnych i wezwaniowych oraz zweryfikowano istnienie potrzeby rozszerzenia tych obowiązków z uwzględnieniem konieczności wzmocnienia transparentności rynku kapitałowego oraz ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Dodatkowo zweryfikowano, czy mogą wystąpić mechanizmy (które historycznie nie miały miejsca) pozwalające na

obejście prawa w zakresie tematyki rozprawy doktorskiej, oraz w efekcie, czy istnieje potrzeba ustanowienia szerszych obowiązków dla nabywców znacznych pakietów akcji.

Dla potrzeb osiągnięcia przedstawionych celów naukowych, w toku pracy dokonano weryfikacji zaproponowanych i postawionych tez pomocniczych (określonych we wprowadzeniu do dysertacji). Tezy te przykładowo dotyczyły charakteru praw majątkowych i korporacyjnych oraz ich wzajemnych relacji, teorii ukrytej własności akcji sformułowana przez H. Hu oraz B. Blacka, zakazu rozszczepiania, efektywności rozwiązań funkcjonujących w innych jurysdykcjach.

W toku pracy doktorskiej wykorzystano następujące metody badawcze: dogmatyczno-prawną, historycznoprawną, porównawczą. Metody te były skoncentrowane na analizie obowiązujących unijnych i polskich regulacji prawnych, historycznych przepisów (unijnych i polskich) dotyczących poruszanej problematyki, a także porównaniu krajowych rozwiązań z mechanizmami funkcjonującymi w innych jurysdykcjach (tj. w Niemczech, Francji i Stanach Zjednoczonych).

W pierwszym rozdziale dysertacji podjęto rozważania na temat samych praw akcyjnych. Przenalizowano poszczególne uprawnienia korporacyjne i majątkowe, takie jak na przykład prawo do udziału w zysku, prawo poboru, prawo głosu oraz prawo do udziału w walnym zgromadzeniu spółki. Zwrócono uwagę na zakres uprawnień majątkowych, postulując w tym temacie uwzględnienie w ich sferze również prawa własności. Taki zabieg umożliwił pełniejsze odzwierciedlenie skutków ekonomicznych członkostwa w spółce (w tym ujęcie ryzyk związanych z posiadaniem akcji). Dodatkowo wykazano, że prawa korporacyjne nie mają charakteru akcesoryjnego wobec uprawnień majątkowych. Mogą one występować jako samodzielny przedmiot zainteresowania uczestników rynku (tj. cechują się samodzielnością) oraz istotnym znaczeniem z punktu widzenia posiadania wpływu na spółkę publiczną. W związku z faktem, że praca doktorska dotyczy zagadnień prawa rynku kapitałowego odnoszących się do spółki publicznej (którą można określić jako normatywny podtyp spółki akcyjnej), przybliżono i przeanalizowano jej charakter oraz główne cechy. Finalnie w podrozdziale 1.3 *“Poglądy doktryny na temat rozszczepialności praw udziałowych”* przybliżono tematykę możliwość rozszczepiania praw akcyjnych w Polsce z perspektywy prawa prywatnego (handlowego), w tym poglądy

prezentowane w literaturze prawniczej. Na ich podstawie zostały wyznaczone granice przypadków, w których może dojść do rozejścia się praw korporacyjnych i majątkowych.

W rozdziale drugim przytoczono przykłady praktyczne stanów rozszczępienia praw akcyjnych (zarówno *sensu stricte*, jak i *sensu largo*), np. *record date capture*, sytuacja zastawnika i użytkownika akcji oraz wykorzystywanie pośredniczącego podmiotu trzeciego. Dodatkowo przeanalizowano sytuacje wskazywane w ramach teorii *a new vote buying*, czyli oddzielania ryzyka ekonomicznego związanego z posiadaniem akcji od uprawnień do wykonywania prawa głosu. Podkreślono, że te sytuacje mogą stanowić przykłady rozszczępienia praw akcyjnych. W ramach tego rozdziału dokonano również analizy zjawiska tzw. parkowania akcji i wymieniono przypadki takiego parkowania z orzecznictwa polskich sądów administracyjnych.

W rozdziale trzecim dokonano weryfikacji zakresu regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych oraz wezwaniowych. Jednak poprzedzało ją przybliżenie tematyki związanej z efektywnością rynku oraz podstaw aksjologicznych tych obowiązków i celów przez nie realizowanych. Wskazana powyżej weryfikacja była prowadzona z perspektywy rozszczępienia praw akcyjnych. W tej części dysertacji wstępnie również określono „luki” w polskich przepisach oraz sytuacje umożliwiające ich obchodzenie. Prowadzona analiza wykazała, że właściwe regulacje mogą cechować się dużym poziomem niepewności interpretacyjnej oraz nieadekwatnością do celów realizowanych przez wymienioną powyżej powinności. Dodatkowo zwrócono szczególną uwagę na kwestie związane z definicją działania w porozumieniu i jej znaczną wadliwość.

W rozdziale czwartym, biorąc pod uwagę potrzebę weryfikacji możliwości zwiększenia zakresu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, dokonano analizy mechanizmów funkcjonujących w innych jurysdykcjach (we Francji, Niemczech i Stanach Zjednoczonych). Pozwoliło to określić rozwiązania, których wdrożenie w Polsce mogłoby okazać się korzystne i zwiększyć efektywność właściwych regulacji. Do tego typu rozwiązań (możliwych do wdrożenia w Polsce) zaliczono na przykład konstrukcje dotyczące przypisania łańcuchowego, objęcie obowiązkami wezwaniowymi stanów posiadania instrumentów finansowych, notyfikację intencji gospodarczych oraz ustanowienie klauzuli obejścia prawa.

W rozdziale piątym, stanowiącym swoiste podsumowanie prowadzonych rozważań, wykazano przykłady mechanizmów prowadzących do unikania obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych lub w których zastosowanie tych obowiązków jest niejasne oraz budzi uzasadnione wątpliwości. Wykazało to istnienie potrzeby dokonania korekty obecnie funkcjonujących przepisów. Dotyczy to głównie sytuacji wykorzystywania łańcuchów podmiotów pośredniczących oraz umów zobowiązaniowych, a także zakresu przypadków podlegających powinnością wezwaniowym. Ostatecznie zaproponowano zmiany mające na celu uszczelnienie systemu prawnego, poprawę jakości legislacji oraz dostosować zakres stosowania właściwych regulacji do sytuacji relewantnych z perspektywy celów przez nie realizowanych. Na szczególną uwagę zasługuje propozycja wdrożenia obowiązków notyfikacji intencji gospodarczych. Dodatkowo dostosowano definicję działania w porozumieniu, która dotychczas stanowiła przedmiot wielu kontrowersji w doktrynie i postulatów *de lege ferenda*. Na bazie przeprowadzanych rozważań, wydaje się również konieczne ustanowienie ogólnej klauzuli obejścia prawa, umożliwiającej doszczelnienie właściwych regulacji i elastyczne ujmowanie nowe sposoby unikania właściwych obowiązków.