

Dr hab. adw. Konrad Zacharzewski, prof. ALK
Kierownik Zakładu Prawa Handlowego
i Rynku Kapitałowego
Akademia Leona Koźmińskiego
w Warszawie

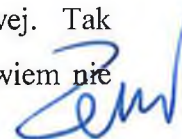
Toruń, dnia 23 stycznia 2024 roku

Recenzja rozprawy doktorskiej
Pana magistra Sebastiana Trzciny
pt. „Rozszczepienie praw akcjonariuszy spółek publicznych a obowiązki nabywców
znacznych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego”
(Kraków 2023, ss. 1-301)
z promocji Pana dr hab. Krzysztofa Oplustila, prof. UJ

Na podstawie uchwały Rady Dyscypliny Nauki Prawne Uniwersytetu Jagiellońskiego z dnia 6 listopada 2023 roku uprzejmie przedkładałam recenzję rozprawy doktorskiej Pana magistra Sebastiana Trzciny pt. „Rozszczepienie praw akcjonariuszy spółek publicznych a obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego”, przygotowanej z promocji Pana dr hab. Krzysztofa Oplustila, prof. UJ.

1. Wybór tematu i tytuł rozprawy

Dziedzina prawa handlowego oraz prawa rynku kapitałowego obfituje w zagadnienia jurydyczne, które można określić mianem zagadnień specjalistycznych. Recenzowana rozprawa obejmuje problematykę na styku tych dwóch samodzielnych dyscyplin prawnych. Wyeksponowane w tytule rozprawy „rozszczepienie praw akcjonariuszy” nawiązuje do podstawowych instytucji klasycznego prawa handlowego. Natomiast odniesienie do „spółek publicznych” oraz „obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji wynikających z prawa rynku kapitałowego” zakotwicza wywód w otoczeniu dyscypliny szczegółowej. Tak zdeterminowane założenie badawcze Autora stanowi duże wyzwanie. Wymaga bowiem nie



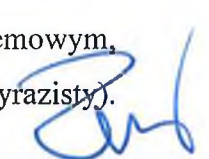
tylko opanowania podstawowych instytucji klasycznego prawa handlowego oraz niuansów prawa rynku kapitałowego – ale także dokonania syntezy wykładni regulacji prawnych właściwych dla obu dyscyplin.

Wyciągnięcie wspólnego mianownika dla tak zorientowanych tematycznie rozważań należy do zadań charakteryzowanych ze względu na wysoki poziom trudności. Wytypowanie jako przedmiot rozprawy doktorskiej wynikających z prawa rynku kapitałowego obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji i omówienie ich z punktu widzenia rozszczępienia praw akcjonariuszy spółek publicznych jest zamierzeniem ambitnym, a nawet można je zaliczyć do przedsięwzięć imponujących. Już wstępnie, sądząc tylko po tytule rozprawy, świadczy to o znacznym stopniu pozytywnie rozumianej determinacji Autora, który mierzy się z tematem trudnym właśnie dlatego, że jest to temat trudny.

Wybór tematu rozprawy oceniam pozytywnie, a do jej lektury przystępuję z zaciekawieniem. Zaciekawienie badawcze pobudza bowiem tytuł rozprawy. Został on sformułowany prawidłowo, ponieważ jest komunikatywny i jednoznaczny.

2. Konstrukcja rozprawy

Ogólna konstrukcja rozprawy jest prawidłowa, ponieważ cechuje ją pożądana sekwencyjność. Sądząc już po spisie treści wywód respektuje metodologiczne założenie „od ogółu do szczegółu”. Strukturę logiczną wywodu można uznać za adekwatną do poruszanej tematyki badawczej. Po konwencjonalnym i niezbędnym „Wprowadzeniu” Autor zajmuje stanowisko na temat akcji jako prawa podmiotowego akcjonariusza. Niemal od razu przechodzi do głównych wątków tematycznych i poświęca im dużo uwagi (ss. 48-78). Z tego punktu widzenia centralne znaczenie mają rozważania zawarte w Rozdziale 2., który uzyskał rangę kazuistyczną, co uważam za zabieg usprawiedliwiony. Rolę łącznika pomiędzy dyscypliną klasycznego prawa handlowego oraz prawa rynku kapitałowego pełni Rozdział 3., poświęcony wyeksponowanym w tytule rozprawy obowiązkom nabywców dużych pakietów akcji wynikających z przepisów prawa rynku kapitałowego. Tutaj niestety – m. zd. – zrywa się – na pierwszy rzut oka – ciągłość narracji jurydycznej, ponieważ czytelnik oczekiwałby rozważań na temat relacji oraz wpływu rozszczępienia praw z akcji na treść i wykonywanie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji. Zamiast tego w Rozdziale 4. Autor przechodzi do wartościowej komparatystyki. Natomiast część konkluzyjna, o wyraźnym rysie problemowym, przypadła w udziale Rozdziałowi 5. (tytuł tego rozdziału mógłby być nieco bardziej wyrazisty).



Dopiero w tym miejscu Autor powraca do głównego nurtu narracji jurystycznej, wiążąc ze sobą wątek rozszczepiania praw z akcji oraz obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji. W istocie narracja nie jest więc zerwana, ale poprowadzona w sposób przemyślany i konsekwentny, przedzielona refleksjami komparatystycznymi. Niestety te fragmenty są – sądząc po proporcjach spisu treści – dość syntetyczne, żeby nie powiedzieć szczupłe (ss. 227-244). Można więc oczekiwać i zakładać, że cały zasób wniosków rozprawy zawarty jest w pierwszej części Rozdziału 5., natomiast wywód poprzedzający stanowi grunt do ich wyprowadzenia i uzasadnienia. Być może ta proporcja mogłaby zostać ułożona nieco inaczej, a Rozdział 4. (komparatystyczny) przesunięty na inne miejsce w strukturze logicznej rozprawy.

Wejście w głąb poszczególnych jednostek redakcyjnych pierwszego stopnia podziału logicznego nie daje podstaw wysunięcia zarzutów krytycznych pod względem warstwy merytorycznej (nie licząc znaczących ze względu na swój wpływ uchybień formalnych, o których niżej). W ramach rozdziałów wywód prowadzony jest w sposób zdyscyplinowany. Dotyczy to wszystkich rozdziałów i niejako rykoszetem łagodzi sformułowane nieco wyżej umiarkowane krytyczne refleksje nt. zerwania głównego nurtu narracji. Treść pracy bez wątplenia odpowiada jej tytułowi, ale ze względu na podkreślany już jej charakter specjalistyczny Autor z pewnością stał przed obliczem dylematu uporządkowania rozległego materiału w sposób jak najbardziej konsekwentny i spójny. Struktura wewnętrzna poszczególnych rozdziałów taka – na pierwszy rzut oka – jest, co świadczy – na pierwszy rzut oka – o dobrych predyspozycjach metodologicznych i usprawiedliwia zamiary Autora.

Niestety zasygnalizowane nieco wyżej znaczące ze względu na swój wpływ uchybienia formalne ograniczają nieco początkowy entuzjazm. W podziale poszczególnych rozdziałów na niżej usytuowane w strukturze logicznej jednostki redakcyjne tekstu notorycznie pojawia się niedoskonałość zakłócająca percepcję. Ujawnia się to dopiero w miarę lektury. Chodzi o tzw. „sieroty”, czyli fragmenty treści niemieszczące się w podziale wyczerpującym. Ze względu na tę permanentnie występującą na przestrzeni całej pracy usterkę w istocie trudno zorientować się, jak przedstawia się sekwencyjność wypowiedzi, czyli w jaki sposób większe fragmenty dzielą się na mniejsze fragmenty w sposób ze sobą powiązany logicznie. Patrząc na rozprawę z poziomu analizy spisu treści konstrukcja rozprawy wydaje się ułożona poprawnie, ale już w trakcie lektury ten obraz zostaje zaciemniony.

Jeżeli chodzi o technikę wewnątrztekstowych „podsumowań” to osobiście nie jestem jej zwolennikiem i rozprawa doktorska mogłaby obyć się bez tej konwencjonalnie wyodrębnianej formuły. Autor jednak wykorzystał ją i opanował w stopniu nie wzbudzającym zasadniczych zastrzeżeń. Podsumowania są nośnikami wartościowych wniosków (np. s. 74-

76), wzbogaconych własnym stanowiskiem Autora, wszechstronnie uargumentowanym. Nieco gorzej na tym tle wypada „Zakończenie” (s. 269 i nast.), które stanowi mechaniczne zreferowanie kontentu treściowego całej rozprawy.

3. Formalna ocena pracy

Wnikliwa lektura rozprawy obnaża kilka jej słabości. W pracy nie brak wartościowych pozytywów, ale na całościową ocenę cieniem kładzie się odcinek formalny, obfity w usterki istotne, które nie mają jednak charakteru dyskwalifikującego.

Niecodzienną manierą jest usytuowanie spisu treści w innym miejscu, niż na początku. Otwierający rozprawę „Wykaz skrótów” obejmuje m.in. skrótownice skonstruowane według modelu germańskiego (np. KC, UOR – zapewne za wzorem utrwalonym przez jednego z wiodących wydawców), a teksty jednolite aktów prawnych w wykazie skrótów (oraz w końcowym wykazie aktów prawnych) nie są najnowszych roczników. Separatory pomiędzy poszczególnymi pozycjami „Wykazu skrótów” są nieprawidłowe (w języku polskim kropka kończy zdanie). W wykazie skrótów brak objaśnienia wyrażenia „MIFID II” (użytego na s. 122).

Chociaż całą pracę czyta się na ogół dobrze, to jeżeli chodzi o usterki językowe należy przyznać, że są zauważalne.

Autorowi niestety nie udało się otwarcie. W pierwszym punkcie (s. 14) mamy „przybliżenie tematu problematyki”, a w pierwszym zdaniu pierwszego punktu (s. 14) mamy „pogląd ustanawiający zakaz”. Są to sformułowania raczej niejasne. Osobiście nie żywię entuzjazmu do pojawiającego się na przestrzeni całej rozprawy sformułowania „zawieranie instrumentów pochodnych”. Na tej samej stronie 14. pojawiły się też nieco humorystyczne „puste głosy w doktrynie międzynarodowej” oraz „rewolucja derywatów w finansach”. Takie akcenty pojawiały się też w innych miejscach, np. na s. 17 „motyw (...) stanowi”, na s. 31 „stanowisko mówiące”, na s. 33 „pogląd, który mówi”, na s. 37 „który został dopuszczonemu do udziału”, na s. 39 „uzasadniane tezą mówiącą”, na s. 43 „innym poglądem jest uznanie, że...”, na s. 54 „twierdzenia mówiącego”, na s. 62 „głosy mówiące”, na s. 86 „poglądem mówiącym”, na s. 117 „stwierdzenia mówiącego”, na s. 242 „paragraf ten stwierdzał”.

Osobiście pochwalam autonomiczne słowotwórstwo (język polski pozostawia dużo miejsca na inwencję; zob. m.in. twórczość Bolesława Leśmiana), ale nie wówczas, gdy owocem stają się „dyrektywowe wymogi” (s. 148), „brzmienie dyrektywowe” (s. 189), czy też

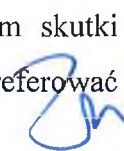
„raportowalność warrantów” (s. 151; chociaż tutaj w przypisie numer 591 Autor nawiązuje do poglądu doktryny).

Nie potrafię ustalić znaczenia słowa „adresować”, użytego m.in. na s. 185 („przepisy mające adresować tego typu zjawiska”) oraz słowa „atrybucja”, użytego m.in. na s. 250 („dopuszcza się taką atrybucję” oraz „atrybucja jest też odrębnie regulowana”) oraz sformułowania „szczelność regulacji” (zamiast wielu np. s. 227, s. 228, s. 229, s. 233, s. 249, s. 267, s. 269).

Nie ma – m. zd. – miejsca na kartach dysertacji doktorskiej z zakresu dyscypliny „Prawo” na zwroty „typowe gospodarstwo domowe czy zwykli ludzie lokujący swoje środki” oraz „przeciętni indywidualni inwestorzy” (s. 119), gdyż za takimi zwrotami nie stoi treść normatywna (żadna norma prawa nie posługuje się takimi określeniami w hipotezie).

Zauważyłem kilka niejasnych odniesień, np. na przełomie stron 22-23 chyba wkradła się sprzeczność w wywodzie dotyczącym interesu (m. zd. nabywca papierów wartościowych ma jednak interes), na s. 27 „uchwała o przeznaczeniu zysku na dywidendę” (zamiast kodeksowej „uchwały o podziale zysku”), na s. 85 w uwagach na temat pochodnej prawa głosu (choć znane są też głosy odmienne), na s. 99 w uwagach na temat pożyczkobiorcy jako tymczasowego posiadacza, na s. 100 w uwagach o wywieraniu przez akcje efektu ekonomicznego dla pożyczkodawcy, na s. 104 pierwsze zdanie w ostatnim akapicie, na s. 105 następujące zdanie: „Pierwszy kontrakt ten był rozliczanych gotówkowo” oraz zwrot „ryzyko występujące na zawartym kontrakcie”, na s. 107 zwrot „ryzykiem dotyczącym zmiennością kursów akcji”, na s. 152 „zawarcie danego typu instrumentu finansowego”, na s. 155 „ogólnej liczbie głosów w emitencji”, na s. 156 „uczestnik rynku zawarł instrument finansowy”, na s. 157 w odniesieniu do „przedmiotowej sankcji głosu”, na s. 164 „moment zawarcia instrumentu finansowego”, na s. 238 „zawartych derywatów”.

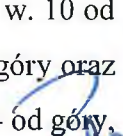
Odnutowałem też kilka przypadków, w których mam trudność z uchwyceniem sensu wypowiedzi, np. na s. 87 (zdanie zakończone odnośnikiem numer 346), na s. 124 (pierwsze oraz trzecie zdanie pierwszego akapitu; w drugim nieopatrznie – jak przypuszczam – pojawiło się „przedsiębiorstwo” zamiast „przedsiębiorcy”), na s. 128 (usterka składniowa determinuje sens zdania w pierwszym zdaniu pierwszego akapitu) na s. 158 (drugie zdanie w pierwszym akapicie), na s. 166 (pierwsze zdanie na tej stronie), na s. 178 (o jakich uczestników rynku chodzi w trzecim zdaniu trzeciego akapitu?), na s. 232 (w ostatnim akapicie, do nawiasu), na s. 246 (pierwsze zdanie w pierwszym akapicie), na s. 247 (w zdaniu opisującym skutki materializacji obowiązków wezwaniowych), na s. 262 (fraz „definicja nie powinna referować do...”).



Jeżeli chodzi o ocenę warstwy techniczno-redakcyjnej, to cieniem na ogólnie dobrą jakość meritum rozprawy kładzie się kilka niedoskonałości, które chciałbym zasygnalizować z zaznaczeniem, że nie powinny się pojawić. Sygnalizuję je w dowolnej kolejności.

W całej pracy występują notoryczne usterki podziału logicznego tekstu, tzw. „sieroty”, czyli fragmenty treści niemieszczące się w podziale wyczerpującym (ss. 21-22, s. 32, s. 41, s. 93, ss. 108-110, ss. 126-127, s. 132, na przełomie ss.141-142, ss. 146-147, s. 160 – tutaj podział tylko na jedną część: w obrębie punktu 3.5. jest tylko jeden punkt 3.5.1., s. 162, s. 168, s. 171, s. 185, s. 199, ss. 214-215, s. 222, s. 227 – pierwszy akapit, s. 233, na przełomie ss. 245 i 246, s. 249, s. 260). Nie widać tego z poziomu analizy spisu treści. Niektóre „sieroty” są nawet „kaskadowe” (na ss. 22-24 w obrębie punktów 1.1.1. oraz 1.1.1.1., na ss. 48-49 w obrębie punktów 1.3., 1.3.1. oraz 1.3.1.1., na ss. 52-55 w obrębie punktów 1.3.2., 1.3.2.1., 1.3.2.1.1., 1.3.2.1.1.1. oraz dalej w obrębie punktów 1.3.2.1.2., 1.3.2.1.2.1., na s. 79 w obrębie punktów 2.1., 2.1.1. i 2.1.1.1., na s. 227 w obrębie punktów „no name”, 5.1. oraz 5.1.1.). Dodatkowo trzy jednostki podziału logicznego tekstu we „Wprowadzeniu” nie są przyporządkowane numerycznie. Z całkowitą rezygnacją trzeba powiedzieć, że Autor niestety nie posiadał umiejętności prawidłowego budowania podziału logicznego tekstu. Znamienne świadectwo widać na s. 116, na której podział logiczny tekstu jest jednocześnie nieprawidłowy (w obrębie punktów 3.2. i 3.2.1.) oraz prawidłowy (wyjście z punktu 3.2.1. do czwartego stopnia podziału logicznego w postaci punktu 3.2.1.1.). Ma to też wpływ na układ wywodu merytorycznego, co zasygnalizowałem nieco wyżej.

W pracy pozostało bardzo dużo tzw. literówek (z dostrzeżonych np. na s. 15 w. 12 od góry, s. 16 w. 2 od dołu, s. 26 w. 5 oraz 9 od dołu, s. 29 w. 11 od góry, s. 30 w. 7 od góry, s. 32 w. 11 od dołu, s. 39 w. 14 od góry, s. 40 w. 1 i 5 od góry oraz w. 13 od dołu, s. 41 w. 4 od góry (tutaj dwukrotnie), s. 44 w. 12 od dołu, s. 45 w. 4 od dołu, s. 46 w. 2 od dołu, s. 47 w. 7 od góry, s. 48 w. 1 od góry, s. 49 w. 12 od dołu, na s. 51 w. 13 od góry (w nazwisku!), s. 52 w. 11 od góry, s. 60 w. 6 oraz 9 od dołu, s. 61 w. 11 oraz 13 od dołu, s. 62 w. 12 od dołu, s. 63 w. 15 od dołu, s. 70 w. 7 od góry, s. 73 w. 5 oraz 12 od góry, s. 75 w. 6 od góry, s. 76 w. 9 od góry, s. 77 w. 4 od dołu, s. 78 w. 4 od góry, s. 83 w. 2 oraz 12 od dołu, s. 84 w. 4 od dołu, s. 88 w. 4 oraz 6 oraz 8 od dołu, s. 92 w. 8 od góry, s. 93 w. 8 od dołu, s. 95 w. 4 oraz 5 oraz 7 od góry, s. 97 w. 10 od góry, s. 99 w. 11 od góry, s. 101 w. 6 od góry, s. 102 w. 1 od góry, s. 106 w. 14 od góry, s. 108 w. 7 od dołu, s. 114 w. 4 od góry, s. 117 w. 8 od góry, s. 123 w. 12 od dołu, s. 124 w. 8 od góry, s. 125 w. 2 od góry, s. 126 w. 12 od góry, s. 128 w. 14 od góry, s. 129 w. 10 od dołu, s. 130 w. 9 od góry, s. 137 w. 9 od góry, s. 138 w. 10 od góry, s. 144 w. 9 od góry oraz w. 5 od dołu, s. 148 w. 11 od góry, s. 150 w. 2 od dołu, s. 154 w. 6 od góry, s. 156 w. 4 od góry.



s. 159 w. 3 od dołu, s. 163 w. 5 od góry, s. 166 w. 3 od góry, s. 170 w. 5 od dołu, s. 173 w. 9 od dołu, s. 175 w. 2 od dołu, s. 178 w. 11 od dołu, s. 185 w. 12 od góry, s. 194 w. 15 od dołu, s. 197 w. 10 od góry, s. 208 w. 2 od dołu, s. 223 w. 3 oraz 5 od dołu, s. 232 w. 5 oraz 15 od góry, s. 241 w. 12 od dołu, s. 244 w. 3 od dołu, s. 249 w. 1 od dołu, s. 257 w. 12 od dołu, s. 262 w. 11 od góry oraz na s. 263 w. 5 od góry).

Prawidłowy zapis *sensu stricte* (tak w prawie każdym przypadku) jest następujący: *sensu stricto* (tak tylko jeden raz, na s. 127).

W pracy zauważyłem kilka tzw. podwójnych spacji (z dostrzeżonych: s. 28 w. 13 od góry, s. 74 w. 10 od góry, s. 80 w. 1 od dołu, s. 96 w. 14 od dołu, s. 199 w. 6 od dołu, s. 244 w. 4 od dołu).

Nieprawidłowo stawiane przecinki zdarzały się incydentalnie, ale w sumie były nieliczne (zamiast wielu: s. 16 w. 11 od góry, s. 17 w. 7 od góry, s. 19 w. 1 oraz w. 8 od góry, s. 27 w. 10 od dołu, s. 27 w. 6 oraz 10 od dołu, s. 30 w. 6 od góry oraz w. 1 od dołu, s. 31 w. 1 od dołu, s. 35 w. 8 od góry, s. 37 w. 3 od dołu, s. 40 w. 2 od dołu, s. 50 w. 10 od dołu, s. 55 w. 4 od góry, s. 59 w. 1 od góry, s. 73 w. 10 od dołu, s. 89 w. 11 od dołu, s. 97 w. 7 od dołu, s. 101 w. 2 od góry, s. 117 w. 6 od góry, s. 118 w. 1 od dołu, s. 123 w. 10 od góry, s. 160 w. 7 od dołu, s. 186 w. 13 od dołu (dwukrotnie), s. 187 w. 3 od dołu).

Dostrzegłem kilka nieprawidłowo postawionych albo pominiętych kropek (m.in. na s. 106 w. 10 od góry, na s. 172 w. 1 od dołu, na s. 243 w. 12 oraz 14 od dołu). Pozycje wyliczenia na ss. 19-20 powinny rozpoczynać się z małych liter i nie powinny kończyć się kropką.

Nieliczne są też błędy ortograficzne (z dostrzeżonych np. na s. 20 w. 8 od góry, na s. 137 w. 11 od góry, na s. 185 w. 8-9 od dołu) oraz błędy gramatyczne (z dostrzeżonych np. na s. 36 w. 10 od dołu, s. 42 w. 12 od dołu, s. 82 w. 5 od dołu, s. 156 w. 9 od góry, s. 160 w. 4 od dołu, s. 260 w. 10 od dołu – niezgodność liczby), a wśród nich „oryginalny” sposób stopniowania („liberalniejsze” na s. 68).

Odnotowałem nieliczne przypadki niewłaściwego zapisu źródeł w przypisach i bibliografii (np. błąd ortograficzny w przypisie 46, nieprawidłowy przypis 226).

W języku polskim zdania nie rozpoczynają się od skrótowca (*vide* s. 32 w. 1 od dołu, s. 87 w. 13 od góry).

Do marginalnych niedoskonałości redakcyjno-technicznych zaliczyłbym m.in. brak zamknięcia otwartego nawiasu (na s. 82), czy też niedostatek akapitu (odnotowany na przełomie ss. 116-117).

Jeżeli chodzi o wykazy końcowe, to mogłyby one zostać przygotowane staranniej, m.in. w zakresie przytoczenia najbardziej aktualnych tekstów jednolitych aktów prawnych (w

„Wykazie aktów prawnych”), uporządkowania orzecznictwa według rang i dat (w „Wykazie orzecznictwa”) oraz przeniesienia inicjału imienia na właściwe miejsce, ułożenia wszystkich pozycji w porządku alfabetycznym oraz usunięcia paginy wszędzie tam, gdzie została wstawiona niepotrzebnie (w „Bibliografii”).

4. Ocena tez rozprawy

Pomimo licznych – jak się okazało – negatywów (formalnych) rozprawa pod względem merytorycznym została przygotowana na akceptowalnym poziomie. Predyspozycje i ambicje badawcze Autora należy ocenić pozytywnie, a mankamenty nie mają charakteru bezwzględnie dyskwalifikującego, jakkolwiek należałoby je zawczasu wyeliminować.

Rozprawę jako utwór literacki czyta się na ogół dobrze, chociaż występują fragmenty spisane „ciężkim piórem”, na czym cierpi potoczność lektury, ponieważ wymaga od czytelnika cofnięcia się o kilka wierszy tekstu wstecz w celu odnowienia kontaktu z *meritum*. Zdaję sobie jednak sprawę z tego, że przygotowanie rozprawy doktorskiej jest procesem rozciągniętym w czasie i że wraz z postępami prac zmieniają się też na plus predyspozycje pisarskie.

Przy ocenie tez rozprawy chciałbym wyjść od tego, że cele badawcze zostały postawione prawidłowo (s. 18 i nast.). Zostały też w istocie osiągnięte, dzięki wykorzystaniu zadeklarowanych metod badawczych. Z tym wiąże się krótka refleksja. W wykazie wykorzystanych metod badawczych (s. 20) z pewnością zabrakło wzmianki na temat metody ekonomicznej analizy prawa, którą Autor posługuje się (np. wywód na s. 96 i nast.), chociaż o tym nie wspomina. To samo dotyczy przemilczanej w zestawieniu metod badawczych metody *case study* (np. wywód na s. 101 i nast.). W zestawieniu metod badawczych Autor nie wspomniał też o wykorzystaniu w pracy metody opisowej, którą obficie wykorzystywał (zwłaszcza w obrębie Rozdziału 3., niekiedy nawet na granicy nadużycia tej metody, np. na ss. 132-134, ss. 137-139, s. 155 oraz ss. 171-172).

W miarę lektury słabło początkowe przekonanie co do tego, że rozprawa stanowi hybrydę (krzyżówkę) dwóch obszarów dogmatycznych bez wystarczająco silnego łącznika. Przekonanie to osłabło niemal całkowicie zwłaszcza w miarę lektury końcowych fragmentów Rozdziału 3. oraz Rozdziału 5. Właśnie tam pojawiała się argumentacja węzłowa, sygnalizowana już we „Wprowadzeniu”, gdzie Autor wyznaczył sobie cele badawcze. Za kluczowe można uznać stwierdzenie sformułowane na s. 93 (w Rozdziale 2.), z którego wynika

że stan rozszczępienia prowadzi do sytuacji, w której inny podmiot wykonuje prawa korporacyjne, inny – prawa majątkowe, natomiast jeszcze inny jest właścicielem akcji.

Na przestrzeni całej rozprawy Autor wykazywał, że orientuje się w omawianej problematyce, o czym świadczy m.in. dostrzeganie ciekawych zagadnień jurystycznych. Z dominującą większością tez rozprawy jestem skłonny całkowicie zgodzić się i podzielam też wtórującą im argumentację. Ogólnie rzecz biorąc główny wywód jest prowadzony umiejętnie, co przekłada się na unikatowe przypadki poglądów zasługujących na konstruktywną krytykę. Błędów merytorycznych o randze kardynalnej nie dostrzegłem.

Plusów rozprawy rozumianych jako poglądy trafne i prawidłowo uargumentowane jest dużo.

Po pierwsze, rozszczępienie praw może służyć nadużyciom na rynku (s. 114).

Po drugie, zachodzi ryzyko ukrytego gromadzenia akcji w spółkach (s. 17), a tytułowe wykorzystanie mechanizmów dotyczących rozszczępienia praw udziałowych może prowadzić i być motywowane dążeniem do uniknięcia obowiązków wezwaniowych (s. 18).

Po trzecie, prawa korporacyjne mogą tracić naturę praw akcesoryjnych służących zabezpieczeniu praw majątkowych i zyskiwać na swojej doniosłości jako samodzielny zespół uprawnień (s. 40).

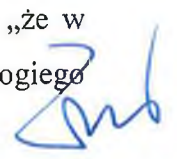
Po czwarte, podzielam uwagi nt. rozszczępienia ryzyka ekonomicznego (s. 83), nt. działania pełnomocnika niezgodnie z instrukcjami (s. 87-88; ten wątek można byłoby zresztą rozwinąć) oraz nt. pożyczania akcji (s. 99).

Po piąte, doceniam nawiązania do polskiej praktyki rynku kapitałowego (s. 110 i nast.).

Po szóste, zwróciłem uwagę na znaczenie wyводу na temat sposobu liczenia procentowego udziału akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów (s. 163) oraz na temat następstw „parkowania” akcji (s. 174).

Po siódme, wartościowe są uwagi na temat wywodzących się z zagranicy rozwiązań normatywnych nieposiadających swojego odpowiednika w Polsce (s. 197), a także zabieg skatalogowania, przeanalizowania i podsumowania luk oraz schematów zachowań (s. 227 i nast.).

Po ósme, podzielam zapatrywanie, że wszelkie ruchy w strukturze właścicielskiej mogą przekładać się na cenę akcji (s. 229), że posiadanie przez spółkę publiczną informacji na ten temat umożliwia wdrożenie strategii obronnych przed wrogim przejęciem (s. 230) i „że w praktyce rozszczępienie praw niejednokrotnie było wykorzystywane w celu realizacji wrogiego przejęcia” (s. 231).



Komparatystyka jest prowadzona na dobrym poziomie, nie tylko na przestrzeni całego Rozdziału 4. Autor relacjonuje unormowania zagraniczne oraz wnosi własny wkład twórczy w postaci oceny zagranicznych rozwiązań. Odnosi się to do porządku francuskiego (s. 188 i nast.), niemieckiego (s. 199 i nast.) oraz północnoamerykańskiego (s. 214 i nast.), a finalizujący zasadniczy nurt wywodów komparatystycznych podrozdział 4. (s. 222) nie tylko projektuje kontekst możliwych zmian w prawie polskim, ale także jest źródłem konkretnych wniosków i rozwiązań *de lege ferenda* (s. 258).

Zauważyłem jednak, że wywód główny nie wykorzystuje w pełni potencjału tkwiącego w wypowiedziach judykatury. Ten odcinek z pewnością można byłoby udoskonalić, przynajmniej w zakresie orzecznictwa sądów polskich (*vide* s. 89, s. 111 i nast.; na tym tle interesujące są sprawy zwieńczone orzeczeniami sądów zagranicznych, zreferowane na s. 101 i nast.).

Jeżeli natomiast chodzi o konwencjonalnie eksponowane na łamach recenzji rozprawy doktorskiej typowe predyspozycje naukowo-badawcze, to Autorowi nie mogę niczego zarzucić (z nielicznymi wyjątkami, o których nieco niżej). Na przestrzeni całej pracy dyskurs doktrynalny jest prowadzony w sposób umiejętny, syntetyczny, zawsze udokumentowany źródłowo i daleki od optowania za stanowiskami skrajnymi. Na przestrzeni całej pracy wywód dogmatyczny reprezentuje też właściwy poziom. Tam, gdzie jest na to miejsce, Autor wyraża własne zdanie i poprawnie je argumentuje. Wyprowadzane wnioski własne są akceptowalne i mieszczą się w granicach prawidłowej wykładni.

Ilustracje tych refleksji są liczne, mógłbym podać wiele przykładów pozytywnych, ale zwrócę uwagę jedynie na niektóre. Doceniam – między innymi – drobiazgową analizę dogmatyczną zjawiska „rozszczepiania” praw podmiotowych wynikających z akcji jako papieru wartościowego (s. 60 i nast.) oraz zagadnienia efektywności rynków i asymetrii informacyjnej (s. 118-119), a także uwagi na temat mechanizmów ochrony akcjonariuszy mniejszościowych (s. 124 i nast.). Ta sama refleksja odnosi się do analizy sankcji wynikających z przepisu art. 89 ustawy o ofercie publicznej (s. 166 i nast.), analizy mechanizmu działania w porozumieniu (np. s. 179-183) oraz wykładni przepisu art. 69b ustawy o ofercie publicznej (np. s. 234 i nast.). Własne zdanie Autor formułuje na bazie poprzedzającego wywodu analitycznego i finalizuje dodatkową argumentacją, na przykład w ramach „Podsumowania” na ss. 74-78, w odniesieniu do uwag zadedykowanych sukcesji na ss. 148-149, w kwestii racjonalnej oceny faktu działania w porozumieniu na ss. 182-183, czy też w zakresie roli tzw. ukrytych właścicieli na ss. 238-239, na temat znaczenia akcji jeszcze niewyemitowanych na ss. 240 i nast., a także znaczenia nieujawnionych intencji na ss. 266 i nast. Cenne są też obszerniejsze wywody na

temat mechanizmów „inżynierii finansowej” ilustrujących działanie w praktyce dopuszczalności rozszczępania praw wynikających z akcji (ss. 101-107). Podzielał też generalnie postulaty *de lege ferenda* oraz argumentację leżącą u ich podłoża, chociaż osobiście ostrożny byłbym z występowaniem z konkretnymi propozycjami legislacyjnymi (ze względu na stan hipertrofii normatywnej).

Ocena też rozprawy mogłaby odnosić się do licznych zagadnień szczegółowych poruszonych na łamach recenzowanej rozprawy. Nie wdając się głębiej zwrócę tylko uwagę na niektóre spośród tych obszarów. Autor mógłby nieco szerzej odnieść się – m.in. – do skutków umowy pożyczki akcji z punktu widzenia skutków niewykonania przez pożyczkobiorcę obowiązku zwrotu pożyczki (*a'propos* uwag na ss. 99-100), a także rozwinąć wywód nt. odpowiedzialności odszkodowawczej, potraktowanej w rozprawie właściwie wręcz zdawkowo (*vide* np. odniesienia na s. 156 oraz na s. 160). Przy tej okazji chciałbym też zwrócić uwagę na fragmenty *quasi*-modalne, odnotowane na stronach 31, 32, 44, 57, 66, 78 oraz 79 (w punkcie 2.1.1.). Chodzi mi tutaj o wątki rozpoczęte i skwitowane przysłowiowym jednym zdaniem.

Główny wywód wzbogacają uwagi historyczne, m.in. na s. 132 i nast., s. 162 oraz s. 266. Zadeklarowana przez Autora jako jedno z narzędzi badania prawa metoda historycznoprawna została zastosowana m.in. w celu odtworzenia *ratio legis* obecnie obowiązujących rozwiązań legislacyjnych (*vide* wypunktowane uwagi na s. 136 oraz wywód na s. 139), co jest pouczające, ponieważ nawiązuje do tzw. integralności rynku oraz szeroko rozumianego tzw. bezpieczeństwa inwestorów.

Jeżeli chodzi o krytyczną ocenę tez, to nie jestem w stanie zgodzić się z poglądem streszczonym na s. 24 i nast. na temat prawa własności. Autor pisze, że „prawo własności wynika z akcji będącej papierem wartościowym” we fragmentach, w których analizuje prawa inkorporowane w akcjach (pkt 1.1.). Autor najwyraźniej omylił się co do istoty praw podmiotowych względnych (wynikających z akcji) oraz praw podmiotowych bezwzględnych (właścicielowi akcji rzeczywiście przysługuje prawo własności akcji). Własność jest „prawem do...”, nie zaś „prawem z...”. Z tego punktu widzenia na komentowany wywód należy brać pewną poprawkę i dopiero wówczas staje się jasne, że „elementem prawa własności jest uprawnienie do rozporządzania”. Jasne – o ile takie uprawnienie służy właścicielowi. Niejasne zaś z punktu widzenia dalszego rozwinięcia, skoro Autor twierdzi, że „uznanie uprawnienia do rozporządzania akcjami za prawo majątkowe jest kwestią sporną w doktrynie” – z czym frontalnie nie godzę się – powołując w przypisie numer 40 argumenty *contra* postawionej tezie. Być może w ostatnim zdaniu na stronie 25 po prostu zabrakło zaprzeczenia „nie”. Jeżeli ta supozycja potwierdziłaby się, to można by postawić Autorowi zarzut braku staranności,

Nie podzielam też poglądu, jakoby „przedmiotem obrotu mogą być wyłącznie prawa majątkowe występujące w postaci skonkretyzowanych roszczeń” (s. 26). Oprócz tego, że Autor powołuje się tutaj na poglądy doktryny, których nie przytacza, to stawiając taką generalizację staje na wskroś treści normatywnej wynikającej z przepisu art. 44 k.c. i mimowolnie przypomina „klasyczny studencki kazus” z zakresu prawa rzeczowego ujęty w pytaniu, czy przedmiot sukcesji singularnej jest rzecz, czy prawo własności rzeczy (czy nabywca nabywa rzecz, czy prawo własności rzeczy). Niezależnie od tego, że nie jest to pogląd prawdziwy, skoro przedmiotem obrotu mogą być przecież roszczenia nieskonkretyzowane (wierzytelności przyszłe, ekspektatywy, czy też uprawnienia kształtujące z elementem treści takiego uprawnienia w postaci *ius moderandi*, niekiedy zwane też opcjami), co Autor skądinąd potwierdza na s. 31. Zaprzeczenia „nie” zabrakło też chyba w zdaniu na s. 30 w wierszu 8 od dołu.

Do usterek merytorycznych zaliczyłbym też omyłkowe – jak zakładam – wskazanie przepisu art. 921¹⁶ k.c. zamiast właściwego art. 921¹⁰ k.c. na s. 56 w wierszu 4 od dołu. Zakładam też, że przez niedopatrzenie Autor zalicza Sąd Najwyższy do kategorii sądów powszechnych (na s. 91 oraz na s. 112 w związku z wywoodem wprowadzającym na s. 110), skoro w świetle art. 175 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej wymiar sprawiedliwości w Rzeczypospolitej Polskiej sprawują Sąd Najwyższy, sądy powszechne, sądy administracyjne oraz sądy wojskowe.

Nie jestem też przekonany co do tego, że „w związku z nadzorem nad rynkami kapitałowymi, organ nadzoru dysponuje odpowiednimi środkami (przykładowo sankcją zakazu wykonywania prawa głosu)”, o czym Autor pisze (s. 230) przytaczając pogląd doktryny (przypis 842). Sankcja takiej treści nie należy do arsenału kompetencji KNF, lecz wynika z przepisu art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej (co Autor potwierdza, m.in. na s. 166 i nast.). Być może zabrakło tutaj Autorowi krytycznego podejścia względem poglądów wyrażonych w piśmiennictwie.

Nie mogę również zgodzić się ze stwierdzeniem, że „efektywny rynek kapitałowy pozwala na właściwą alokację zasobów w oparciu o wyceny derywatów, przeprowadzane z wykorzystaniem publicznie dostępnych informacji” (s. 116), ponieważ wycena derywatów nie jest jedynym czynnikiem wpływającym na efektywność rynku kapitałowego. Autor przytoczył wprawdzie źródło (przypis 462), lecz zaniechał krytycznego zweryfikowania. Odnoszę też wrażenie, że Autor używa słowa „derywat” w niewłaściwych supozycjach znaczeniowych na przestrzeni całej rozprawy (*vide* np. na s. 118 co do rzeczywistej wartości derywatów, na s. 121

co do wpływu informacji na kurs określonych derywatów, na s. 152 jako pojęcie nadrzędne dla papierów wartościowych, na s. 238 co do „zawartych derywatów”).

5. Wybrane wątki polemiczne

Do konstruktywnej polemiki recenzenckiej można byłoby wytypować liczne zapatrywania Autora i ukrywające się za nimi instytucje prawne z obszarów rozszczepiania praw akcjonariuszy spółek publicznych oraz obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji wynikających z prawa rynku kapitałowego. Recenzja rozrosłaby się jednak wówczas aż nadto, dlatego interesujące zagadnienia, warte naukowego skrzyżowania rękawic, zostaną tylko zasygnalizowane.

Po pierwsze, nie jestem przekonany o tym, czy zapis w systemie elektronicznym można postrzegać jako substytut lub następcę formy dokumentu (s. 55). Konstrukcja prawna zdematerializowanej akcji prywatnej spółki akcyjnej jest znacznie bardziej wyrafinowana. Promieniuje to na reżim sukcesji singularnej (s. 57), dla której wpis na rachunek (zwany rejestrem akcjonariuszy) jest zdarzeniem ostatnim wśród licznych zdarzeń stanowiących prawną podstawę (*causa*) przysporzenia w majątku nabywcy prawa podmiotowego. Pod względem konstrukcji prawnej dematerializacja papierów wartościowych opiera się na obligacyjnym stosunku rachunku, a wpis na rachunek nie jest dokumentem.

Po drugie, obowiązek lojalności jako samoistna powinność przewidziana w prawie polskim (w przepisach k.c. o umowie agencyjnej oraz w ramach kilku ostatnich nowelizacji k.s.h.) uzyskuje treść i sens głównie w związku z instytucją podstępnego wprowadzenia w błąd (art. 86 k.c.). Jest więc osadzona w otoczeniu obiegu informacji pomiędzy osobami prawa cywilnego. Osoba nielojalna zatrzymuje dla siebie informacje istotne dla dokonania czynności konwencjonalnej przez inną osobę. Podstępne wprowadzenie w błąd jest czynem niedozwolonym w rozumieniu art. 415 k.c. Jak się wydaje, tylko na tej zasadzie można przyznać ochronę osobom niepowiązanym ze sobą bezpośrednio (np. akcjonariuszom tej samej spółki publicznej), o ile nie istnieje przewidziana *explicite* podstawa prawna roszczenia (ochrony).

Po trzecie, wiązka ciekawych problemów jurystycznych tkwi w otoczeniu egzekucji roszczeń przeciwko akcjonariuszowi (s. 75) oraz środków egzekucyjnych skierowanych przeciwko akcji jako składnikowi majątku. Efektywne wyegzekwowanie przez wierzyciela świadczenia z majątku dłużnika jest – jak się wydaje – jedną z intencji, która wymagałaby

notyfikowania, gdyby egzekwującym wierzycielem była spółka publiczna, a egzekwowanym składnikiem majątku akcje własne tej spółki publicznej.

Po czwarte, z pewnością rozwinięcie wątków nawiązujących do prawa spadkowego oraz prawa majątkowego małżeńskiego wzbogaciłoby rozprawę. Te obszary zostały odnotowane właściwie tylko w charakterze wzmianek (na s. 144, s. 199 oraz s. 208), a przecież otwierają się tutaj nowe i rozległe obszary badawcze, chociażby osadzone w reżimie prawnym fundacji rodzinnej.

Po piąte, godnym rozwinięcia byłby z pewnością wątek wykonywania prawa głosu przez pełnomocnika niezgodnie z instrukcjami przekazanymi przez akcjonariusza (s. 87-88). Tego odcinka nie wypada wręcz jedynie zasygnalizować oraz zwięźliwie konkluzją negatywną na temat dopuszczalności zastosowania w takim przypadku przepisu art. 104 k.c.

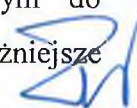
Po szóste, rozległym obszarem do dyskusji byłaby oczywiście odpowiedzialność odszkodowawcza wpisana w nurt meritum rozprawy. Byłaby, gdyby Autor odniósł się do tej tematyki szerzej, niż tylko w ramach czterech jednozdaniowych wzmianek (na s. 156, s. 160, s. 214 oraz s. 238). Na temat odpowiedzialności odszkodowawczej można byłoby powiedzieć dość dużo, a Autor ten odcinek właściwie pominął.

Po siódme, pożywką dla dyskusji byłaby też wymykająca się ustawodawcy praktyka nawiązywania dyskretnych porozumień rynkowych i działania w ramach takich porozumień (s. 224). Rozwinięcie tego wątku siłą rzeczy musiałyby nawiązywać do problematyki ułatwień dowodowych w postaci domniemań faktycznych.

Po ósme, wartościowa dla zainicjowania polemiki recenzenckiej byłaby z pewnością płaszczyzna postulatów *de lege ferenda* (s. 245-268). Osobiście odnoszę się z rezerwą do sugestii zmian prawa wówczas, gdy nie jest to racjonalnie uzasadnione, ale muszę przyznać, że postulaty stawiane przez Autora są rozważne i interesujące, i można byłoby na ten temat dłużej podyskutować.

6. Konkluzja

Rozprawę doktorską Pana magistra Sebastiana Trzciny pt. „Rozszczepienie praw akcjonariuszy spółek publicznych a obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego” cechuje dysproporcjonalność jakościowa. Fragmenty opracowane dobrze przeplatają się z fragmentami opracowanymi na trudnym do bezkrytycznego zaakceptowania poziomie, głównie w zakresie formy. Najważniejsze



mankamenty tej pracy tkwią na obszarze warsztatowo-redakcyjnym. Rzutują one jednak na jakość warstwy merytorycznej w ten sposób, że jakość tę obniżają, chociaż rozprawy doktorskiej – trzeba przyznać – całkowicie nie dyskwalifikują w świetle obowiązujących przepisów stanowiących prawną podstawę procedowania wniosku o nadanie pierwszego stopnia naukowego.

Pomimo istotnych niedociągnięć aktualna wersja przedłożonej do zrecenzowania dysertacji doktorskiej świadczy o ogólnej wiedzy teoretycznej kandydata w dyscyplinie „Prawo” oraz świadczy o umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej – w obu aspektach w sensie wynikającym z przepisu art. 187 ust. 1 ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku – Prawo o szkolnictwie wyższym (tj. Dz. U. z 2023 r., poz. 742 ze zm.). Ponadto przedmiotem ocenianej rozprawy doktorskiej jest oryginalne rozwiązanie problemu naukowego w sensie wynikającym z przepisu art. 187 ust. 2 tego Prawa.

Biorąc pod uwagę dostrzeżone niedoskonałości uważam, że rozprawa przygotowana przez Pana magistra Sebastiana Trzcinę w obecnym kształcie spełnia jednak wymogi stawiane rozprawom doktorskim w przepisie art. 187 ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku – Prawo o szkolnictwie wyższym, chociaż m. zd. na poziomie nieznacznie przekraczającym granicę oddzielającą konkluzję pozytywną od konkluzji negatywnej.

Dlatego wnoszę o kontynuowanie postępowania w sprawie nadania Panu mgr. Sebastianowi Trzcinie stopnia naukowego doktora nauk prawnych, na podstawie przepisów ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Konrad Zulkowski', is written in a cursive style.