

dr hab. Mirosław Pawełczyk, prof. UŚ

Katowice, 24.10.2022 r.

Instytut Nauk Prawnych

Wydział Prawa i Administracji

Uniwersytet Śląski

RECENZJA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

mgr Michał Baldowski

**„Administracyjnoprawne aspekty *cross listingu*
w świetle zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym”**

przygotowanej w Katedrze Prawa i Postępowania Administracyjnego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego pod kierunkiem prof. UW dr hab. Marcina Dyla

Przedmiotem recenzji jest rozprawa doktorska mgra Michała Baldowskiego pt. „Administracyjnoprawne aspekty *cross listingu* w świetle zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym”, składająca się z 337 stron maszynopisu. Praca powstała pod kierunkiem dr hab. Marcina Dyla, prof. UW. Niniejszą recenzję sporządzono na podstawie art. 187 i n. ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce z dnia 20 lipca 2018 r. (Dz.U. z 2018 r. poz. 1668, t.j. Dz.U. z 2022 r. poz. 574), zakładając iż przedmiotem rozprawy doktorskiej jest oryginalne rozwiązanie problemu naukowego.

I. Uwagi ogólne, ocena tematyki, koncepcji i wybór tematu

Rynki finansowe z roku na rok coraz bardziej poddają się procesom globalizacyjnym, jest to naturalna tendencja rozwojowa współczesnej gospodarki dążącej do międzynarodowej integracji rynków kapitałowych. Dynamizm tego zjawiska jest także unaocznieniem realizacji unijnego postulatów swobodnego przepływu kapitału. Dodatkowo rozwój technologiczny sprawia, iż alokacja kapitału jest coraz łatwiejsza.

Niewątpliwie istotnym zjawiskiem w tej dziedzinie jest *cross listing*, zwłaszcza że wciąż rośnie zainteresowanie zagranicznych spółek rodzimym rynkiem. Jak wskazuje sam

autor doktoratu: *jednym z efektów tej globalizacji jest rosnąca rywalizacja o zagranicznych emitentów toczona pomiędzy giełdami papierów wartościowych. Notowania krzyżowe oferują możliwość pozyskania dodatkowego kapitału, wpływają na wartość akcji spółki i międzynarodową rozpoznawalność podmiotu.*

W świetle powyższego *cross listing* jest zjawiskiem stale nasilającym się. Notowania równoległe (krzyżowe), polegające na notowaniu papierów wartościowych danej spółki na co najmniej dwóch rynkach regulowanych lub alternatywnych systemach obrotu (ASO) jednocześnie, stają się istotnym elementem otoczenia gospodarczego.

Praktyczny aspekt pracy jest jej niezwykle wysokim walorem. Jest to dzieło o charakterze odkrywczej naukowej ekspozycji, dotychczas zagadnienie to traktowane było marginalnie, jawiło się poza przedmiotem zainteresowania polskich nauk prawnych (znana jest przede wszystkim literatura zagraniczna, jednakże badania prowadzone były zazwyczaj z perspektywy ekonomicznej). Dlatego tak istotne jest zainicjowanie myśli naukowej na tym polu w rodzimym środowisku akademickim, czego niniejsza praca może być początkiem.

Autor jasno komunikuje założenia dysertacji, mianowicie:

- omówienie zagadnień związanych wyłącznie z notowaniem równoległym akcji, z pominięciem innych papierów wartościowych,
- objęcie zakresem pracy wyłącznie akcji na rynku regulowanym,
- przeprowadzenie analizy polskich i unijnych regulacji łącznie (przedmiotem badania są administracyjnoprawne aspekty *cross listingu* spółek, których jednym z rynków notowań jest polski rynek regulowany).

Tak sprecyzowane założenia pozwalają umiejętnie uchwycić dynamikę *cross listingu* i odnieść ją do postawionej głównej hipotezy badawczej, zgodnie z którą:

*Obowiązujące regulacje prawa polskiego i unijnego w zakresie, w jakim regulują administracyjnoprawne aspekty *cross listingu*, nie są całkowicie zgodne z zasadą ochrony inwestora na rynku kapitałowym. W rezultacie sytuacja administracyjnoprawna spółek *cross listowanych* – a także ich inwestorów – jest gorsza niż sytuacja administracyjnoprawna spółek publicznych notowanych tylko na jednym rynku regulowanym oraz ich inwestorów.*

Biorąc pod uwagę powyższe należy uznać, iż Doktorant właściwie zidentyfikował istniejącą lukę badawczą i za podstawę pracy przyjął niezwykle ciekawy problem naukowy, w pełni rozpoznając potencjał uniwersytecki wybranego tematu. Zwłaszcza, że polska doktryna nie podjęła dotychczas próby prawnej klasyfikacji zjawiska *cross listingu*.

II. Ocena konstrukcji pracy

Część zasadnicza pracy składa się ze wstępu, zakończenia i czterech rozdziałów. Na pochwałę zasługuje jej struktura – poszczególne rozdziały podzielone są na liczne podpunkty, co czyni pracę przejrzystą i porządkuje wywód.

Wstęp ma charakter formalnego wprowadzenia – normuje założenia pracy. Wskazuje także cztery pytania badawcze, doprecyzowujące postawioną na początku hipotezę, tejsze:

1. Jaka jest natura prawna *cross listingu*? (Rozdział 1)
2. Czy na gruncie obecnych regulacji możliwe jest wyróżnienie zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jako zasady prawa w znaczeniu dyrektywalnym? (Rozdział 2)
3. Czy administracyjnoprawne instytucje prawa rynku kapitałowego w zakresie, w jakim odnoszą się do *cross listingu*, zapewniają inwestorom należyty poziom ochrony? (Rozdział 3)
4. Czy obecna struktura prawna nadzoru administracyjnego nad spółkami *cross listowanymi* jest skuteczna i efektywna? Czy ramy prawne współpracy organów administracji oraz koordynacji działań organów nadzoru są wystarczające dla zapewnienia skuteczności nadzoru nad spółkami *cross listowanymi*? (Rozdział 4)

Dwa pierwsze rozdziały stanowią teoretyczny fundament dalszych części rozprawy, jego bazę terminologiczną i prawną. Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzenia, definiuje podstawową materię pracy – omawia naturę prawną zjawiska *cross listingu*, zarówno z perspektywy administracyjnoprawnej, jak i prywatnoprawnej. Zawiera wyróżnienie *cross listingu* w znaczeniu podmiotowym i przedmiotowym (aspekty terminologiczne mają niezwykle istotne znaczenie, zwłaszcza w przypadku braku definicji legalnej). Doktorant podnosi także słuszną wątpliwość co do zamiennego stosowania terminu *dual listing*, który ze względu na swoje brzmienie językowe może wprowadzać w błąd. Autor przywołuje także liczne teorie ekonomiczne, nie unikając tematyki biznesowej. Co ciekawe, ubarwiając pracę, rozszerza wywód o temat alternatywnego dla „klasycznego” *cross listingu* instrumentu kwitów depozytowych (zwłaszcza Amerykańskich Kwitów Depozytowych) – rzetelnie

analizuje zjawiska występujące przede wszystkim na rynku amerykańskim, będącym miejscem narodzin *cross listingu*.

Kolejny rozdział odnosi się przede wszystkim do dwóch głównych celów regulacyjnych prawa rynku kapitałowego – efektywności rynku i ochrony inwestora. Praca rozwija pojęcie ochrony inwestora na rynku kapitałowym, także w aspekcie definicyjnym (m.in. szczegółowo omawiając rynek kapitałowy w Polsce i Unii Europejskiej, w tym projekt unii rynków kapitałowych w ramach rynku wewnętrznego), jednakże przede wszystkim oscyluje wokół możliwości wyróżnienia zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jako zasady prawnej w znaczeniu dyrektywalnym na gruncie obecnych regulacji. Autor, w celu uzasadnienia swoich twierdzeń, przywołuje szereg wypowiedzi doktryny i dorobku orzeczniczego, dzięki czemu znajduje pełne potwierdzenie swoich założeń – udowadnia nadrzędny charakter omawianej zasady, uzasadniając go szczególną doniosłością społeczną i aksjologiczną. Co istotne podkreśla także, że nie ma ona prymatu nad pozostałymi zasadami a funkcjonuje z nimi równorzędnie (co oznacza w praktyce, że zastosowanie tej zasady nie może prowadzić do zachwiania efektywności rynku kapitałowego). Zasada ochrony inwestora na rynku kapitałowym pełni więc istotną funkcję w procesie wykładni i stosowania prawa, powinna być także brana pod uwagę przy tworzeniu nowych regulacji prawnych.

Trzeci, najobszerniejszy rozdział stanowi główny rdzeń pracy – zawiera szczegółową analizę administracyjnoprawnych aspektów *cross listingu* w świetle poszczególnych instytucji prawa rynku kapitałowego (np. oferty publicznej, dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym, wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji czy wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym). Odnosi się także do kwestii struktury organizacyjnej, m.in. w zakresie obrotu wórnego akcjami. Niezwykle istotny wywód dotyczy również tak podstawowej kwestii, jak obowiązki informacyjne spółek *cross listowanych*. Rolą tej części pracy jest odnalezienie istniejących luk prawnych na przykładzie najważniejszych instytucji prawa rynku kapitałowego. Co prawda Autor generalnie pozytywnie ocenia obecny kształt polskich regulacji, jednakże znajduje także punkty, których zmiana umożliwi wzmocnienie ochrony inwestorów przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka inwestycyjnego. Wspomniane regulacje są rozpatrywane przede wszystkim przez pryzmat ochrony inwestora i ułatwień, jakie są wprowadzane dla spółek *cross listowanych*, dzięki czemu Autor, drogą krytycznej analizy, dokonuje wyczerpującej oceny przywołanych przepisów. Wysnuwa także wiele postulatów *de lege ferenda*, wśród których można wyróżnić:

- rozszerzenie zakresu przedmiotowego art. 16–18 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, tak aby obejmował on nie tylko oferty publiczne i dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium RP, ale też wszystkie oferty publiczne oraz dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym przeprowadzane przez emitentów, dla których KNF jest organem państwa macierzystego właściwym w przedmiocie zatwierdzenia prospektu,
- zmianę obowiązujących norm, tak aby właściwość polskich przepisów obejmowała również przypadki eksterytorialne, w sytuacjach, gdy zgodnie z 4 ust. 2 lit. e) Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia (2004/25/WE) właściwym organem nadzoru w zakresie ofert przejęcia jest KNF,
- zdaniem Doktoranta Dyrektywa w sprawie ofert przejęcia (2004/25/WE) zawiera lukę prawną polegającą na braku możliwości zastosowania jej przepisów do spółek publicznych z siedzibą w Europejskim Obszarze Gospodarczym, w sytuacji gdy dana spółka została utworzona w państwie trzecim, a następnie przeniosła siedzibę statutową do państwa członkowskiego EOG, w którym obowiązuje teoria inkorporacji (zauważa także, że możliwe jest zaistnienie odwrotnej sytuacji, polegającej na tym, że spółka publiczna z siedzibą poza EOG objęta jest przepisami przywołanej Dyrektywy, ale na podstawie mających do niej zastosowanie przepisów krajowych państwa członkowskiego, których obowiązywanie uwarunkowane jest umiejscowieniem siedziby statutowej emitenta w państwie członkowskim, *de facto* nastąpi wyłączenie jej spod tej regulacji). Konieczne jest więc dokonanie stosownej nowelizacji w tym zakresie,
- w związku z istnieniem linii doktrynalnej, zgodnie z którą ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych nie obejmuje, w zakresie wezwań, spółek z siedzibą w państwach spoza EOG notowanych na polskim rynku regulowanym Doktorant, odpowiadając się za odwrotnym stanowiskiem, postuluje aby ustawodawca przesądził tę kwestię wprost,
- wprowadzenie do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych norm kolizyjnych, regulujących stosowanie prawa polskiego i państw trzecich w zakresie ofert

przejęcia spółek publicznych. W tym przypadku Doktorant proponuje zastosowanie wzorca szwajcarskiego, umożliwiającego zastosowanie przez organy krajowe norm obcych, jeżeli zapewniają równy poziom ochrony inwestorów,

- przywrócenie uprzednio obowiązujących uregulowań dotyczących zasad związanych z administracyjnoprawnymi mechanizmami dobrowolnego *delistingu* polskich spółek cross listowanych. Rozważa także konieczność modyfikacji obowiązku wezwania delistującego w zakresie, w jakim dotyczy ono liczby akcji, na które należy ogłosić wezwanie, w taki sposób, aby obejmowało ono akcje zapisane na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych na terytorium RP według stanu na dzień ogłoszenia wezwania.

Przedmiotem zainteresowania ostatniego rozdziału są przede wszystkim organy administracji publicznej, z uwzględnieniem pojęcia i zakresu zasady terytorialności, która ma ograniczone zastosowanie do spółek cross listowanych. Rozdział czwarty podkreśla rolę nadzoru administracyjnego oraz konieczność sprawnej współpracy organów. Autor wskazuje dwa podstawowe mankamenty obecnej rzeczywistości prawnej – niedostateczny poziom harmonizacji przepisów oraz problemy z wyznaczeniem prawa właściwego. Rozwiązaniem tego problemu może być m.in. wzmocnienie roli działań koordynacyjnych, usprawniających transgraniczne i eksterytorialne czynności organów. Skuteczny nadzór administracyjny nad spółkami cross listowanymi jest niezbędny dla zapewnienia odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów na rynku kapitałowym. Współpraca transgraniczna, zwłaszcza w zakresie wymiany informacji oraz przeprowadzania czynności procesowych, z oczywistych powodów jest gwarancją prawidłowego funkcjonowania rynku. Oprócz podwalin teoretycznych Autor dotyka także kwestii praktycznych – omawia rzeczywistą pracę organów, oceniając iż ze względu na luki prawne (uniemożliwiające zastosowanie przez KNF niektórych środków nadzoru wobec spółek cross listowanych) nadzór w obecnym kształcie nie jest w pełni skuteczny i efektywny. Wskazuje także, że pozytywnym zabiegiem byłoby wzmocnienie roli Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych jako podmiotu harmonizującego działania organów administracji.

Zakończenie nawiązuje do układu pozostałej części pracy, jest spójnym, krótkim podsumowaniem. Zawiera wnioski dotyczące weryfikacji zarówno hipotezy głównej, jak i pomocniczych. Jak stwierdza sam Autor:

Analiza podstawowych administracyjnoprawnych mechanizmów, których podstawową zasadą jest ochrona inwestora, pozwala stwierdzić, że w zakresie, w jakim mechanizmy te dotyczą cross listingu, nie zapewniają one należytego poziomu ochrony inwestora. Poziom tej ochrony jest bowiem niższy niż w przypadku spółek publicznych, których akcje są notowane na jednym rynku regulowanym. Przy czym część przywoływanych (...) rozwiązań można ocenić pozytywnie, ułatwiają one bowiem cross listing, w szczególności w UE.

Struktura pracy jest przemyślana. Recenzent uważa, że zestawienie każdego rozdziału z pojedynczym pytaniem badawczym jest zabiegiem słusznym, który czyni pracę niezwykle przejrzystą. Każdy rozdział odpowiada innemu zakresowi pracy i zawiera zwięzłe podsumowanie, porządkując wcześniejsze rozważania, a sekwencja rozdziałów jest niezwykle logiczna. Układ ten pozwala w prosty sposób zweryfikować odpowiedzi uzasadniające postawioną we wstępie hipotezę badawczą.

Uwagi merytoryczne

1. Doktorant celnie dobrał zasób literaturowy – bibliografia zawiera aż 341 pozycji polskich i 133 zagraniczne. Mimo że wspomniano, iż ze względu na wybór tematu przewodniego (administracyjnoprawna strona *cross listingu*), pozostającego poza kręgiem zainteresowań nauk prawnych, zasób źródłowy może być ograniczony, praca zawiera aż 1337 przypisów. Ograniczony zasób materiałów źródłowych, dotyczących *stricto* analizowanego zjawiska, pozwolił Doktorantowi na samodzielne prowadzenie wyводу – doktryna wsparta jest szeroką, samodzielną i nieodtwórczą autorefleksją. Warto także podkreślić, że mimo rozważań prowadzonych raczej w kontekście polskim i unijnym Autor wielokrotnie odnosi się do doktryny i rozwiązań amerykańskich, co zrozumiałe, gdyż właśnie w USA dopatrujemy się źródeł kreacji i popularności zjawiska *cross listingu*.

2. Należy uznać, że syntetyczny, zwięzły układ pracy pozwala na większą przyswajalność podjętej materii nawet dla osób pierwotnie niezwiązanych z tematyką pracy. Część teoretyczna jest wyważona, udaje się uniknąć tak częstego w rozprawach doktorskich nadmiernego rozbudowania. Proporcjonalnemu układowi towarzyszy spójna osnowa językowo-stylistyczna i kompozycyjna. Użyty język, mimo skomplikowanej materii, jest przystępny i sprawnie wykorzystuje pojęcia pochodzące z badanej dziedziny regulacyjnej.
3. Wartością dodaną dysertacji jest to, iż Doktorant w umiejętny sposób, z dużą dozą samodzielności, punktuje uchybienia i nieścisłości regulacyjne, udowadniając tym samym biegłą znajomość polskiego i unijnego porządku prawnego w analizowanym zakresie. Dzięki temu sprawnie konstruuje postulaty *de lege ferenda*, mające na celu wzmocnienie ochrony inwestora przy jednoczesnym wyważeniu zakresu obowiązków nałożonych na spółki cross listowane. Postulaty te mogą w realny sposób przyczynić się do poprawy polskich regulacji prawnych, dodając pracy dodatkowy walor aplikacyjny.
4. Autor w prawidłowy sposób stosuje kompleksowy zestaw metod badawczych, w tym przede wszystkim metodę formalno-dogmatyczną oraz ekonomiczną analizę prawa. Wybór ten jest uzasadniony praktycznym charakterem analizowanego tematu, będącego na pograniczu nauk prawno-ekonomicznych. Atutem pracy jest przede wszystkim jej interdyscyplinarność – autor dokonuje analizy z zastosowaniem elementów refleksji ekonomicznej, dzięki czemu ekonomiczna analiza prawa pozwala ocenić efektywność istniejących rozwiązań prawnych w zestawieniu z rozwiązaniami alternatywnymi, przytaczanymi przez Autora.

IV. Wnioski końcowe

Bez wątpienia należy docenić nowatorski, odważny wybór tematu, który wreszcie doczekał się bliższej uwagi badawczej. Dzięki temu praca nie ma cech odtwórczych i stanowi istotną wartość w porównaniu z dotychczasowym stanem wiedzy i badań naukowych. Doktorant dostarcza więc tym samym nieistniejące dotąd treści poznawcze na temat analizowanego zjawiska prawnego, równocześnie porządkując i systematyzując istniejące koncepcje. Praca może być inspiracją dla poszukiwań nowych kierunków badawczych.

Autor nakreśla zasadnicze trendy rozwojowe, identyfikując równoległe kierunki prac nad potencjalnymi zmianami regulacyjnymi. Zagadnienia podjęte w recenzowanej pracy są analizowane wnikliwie, Doktorant wykazuje kompleksową znajomość regulacji krajowych i unijnych. Praca spełnia więc wymogi stawiane tego rodzaju dysertacjom.

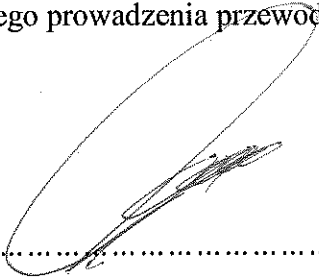
Wybrane pole badawcze jest przedstawione niezwykle rzetelnie, a ukształtowanie pracy odpowiada kanonom nauk prawnych. Rozprawa stanowi także oryginalne rozwiązanie aktualnego problemu prawnego – Autor umiejętnie wskazuje problem i hipotezy badawcze, które podlegają późniejszej weryfikacji według przyjętych metod badawczych, przedstawia także samodzielnie skonstruowane rozwiązanie tychże zagadnień. Warto w tym miejscu przytoczyć słowa samego Doktoranta:

Praca ta ma wypełnić istotną lukę badawczą w polskiej doktrynie prawa rynku kapitałowego i stać się zarazem punktem wyjścia do dalszych dyskusji na temat cross listingu. Ponadto wysunięte w niej postulaty de lege lata i de lege ferenda mają na celu poprawę bezpieczeństwa inwestorów, a także zwiększenie zainteresowania emitentów cross listingiem.

Co istotne założenie te udało się wypełnić, w pełni odnosząc się do postawionej we wprowadzeniu głównej hipotezy badawczej i hipotez pomocniczych.

Biorąc pod uwagę powyższe Recenzent stwierdza, iż Doktorant prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną w swojej dyscyplinie oraz posiada umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej w zakresie przedstawienia oryginalnego rozwiązania problemu naukowego – praca stanowi oryginalne dzieło prezentujące odpowiednio wysoki poziom naukowy i stanowi znaczący wkład autora w rozwój wiedzy w danej dziedzinie.

Recenzowana rozprawa doktorska mgra Michała Bałdowskiego pt. „Administracyjnoprawne aspekty *cross listingu* w świetle zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym”, powstała pod kierunkiem prof. UW dr hab. Marcina Dyla, zasługuje więc na pozytywną ocenę, czyniąc zadość wymogom stawianym w Ustawie Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce z dnia 20 lipca 2018 r. (Dz.U. z 2018 r. poz. 1668, t.j. Dz.U. z 2022 r. poz. 574) oraz może stanowić podstawę do dalszego prowadzenia przewodu doktorskiego.



.....

/dr hab. Mirosław Pawełczyk, prof. UŚ/