

UNIwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu
Wydział Prawa i Administracji
Katedra Prawa Cywilnego, Handlowego i Ubezpieczeniowego
ul. Św. Marcin 90, 61-809 Poznań
tel. +48 61 829 42 68, fax +48 61 829 31 45
REGON 000001293 NIP 7770006350

Prof. Dr hab. Tomasz Sójka

Katedra Prawa Cywilnego, Handlowego i Ubezpieczeniowego

Wydział Prawa i Administracji

Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr. Michała Baldowskiego pt.:

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

1. Wprowadzenie

Mgr Michał Bałdowski przygotował rozprawę doktorską dotyczącą problemu Administracyjnoprawnych aspektów *cross listingu* w świetle zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym

Praca ma na celu analizę zjawiska *cross listingu*. *Cross listing* – w ujęciu Autora - polega na notowaniu papierów wartościowych danej spółki na co najmniej dwóch rynkach regulowanych lub alternatywnych systemach obrotu (ASO) jednocześnie. Wiąże się on zatem, co do zasady, z notowaniem akcji takiej spółki na rynku zagranicznym.

Głównym przedmiotem ocenianej pracy jest kompleksowa analiza administracyjnoprawnych aspektów *cross listingu* na podstawie obowiązujących krajowych oraz unijnych przepisów prawa rynku kapitałowego, a także regulacji wewnętrznych, w szczególności uchwalanych przez GPW. Analiza ta obejmie zarówno podstawowe instytucje prawa rynku kapitałowego o charakterze administracyjnoprawnym, jak i kwestie związane z nadzorem administracyjnym nad działalnością spółek *cross listowanych*. W zakresie pracy mieści się również wyprowadzenie i kompleksowe zbadanie zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym. Posłuży to za punkt odniesienia dla oceny obowiązujących administracyjnoprawnych regulacji dotyczących *cross listingu*, a także jako narzędzie wskazujące kierunek wykładni przepisów.

Praca ma na celu udowodnienie następującej hipotezy badawczej:

„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.”

W rozdziale 2 Autorowi udało się uzasadnić tezę, że na gruncie obecnych regulacji możliwe jest wyróżnienie zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jako zasady prawnej w znaczeniu dyrektywalnym. W Jego ocenie zasada ochrony inwestora na rynku kapitałowym ma charakter nadrzędny ze względu na swoją szczególną doniosłość społeczną

oraz uzasadnienie aksjologiczne. Nie można jednak uznać, że jest ona nadrzędna wobec innych zasad prawa rynku kapitałowego pod względem hierarchicznym, gdyż funkcjonuje na równi z pozostałymi, i wszystkie one nawzajem się uzupełniają. Doktorant przekonująco wskazuje, że granicę zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym stanowi jego efektywność ekonomiczna

Autor udowadnia w pracy, że z inwestowaniem w akcje spółek notowanych krzyżowo związane są specyficzne ryzyka dotyczące zarówno samego faktu cross listowania, jak i ryzyk prawnych towarzyszących nabywaniu akcji i uregulowanych prawem obcym. Jego zdaniem aktualne regulacje stanowią wystarczającą podstawę do tego, aby tacy emitenci byli zobowiązani do ujawnienia powyższych ryzyk w prospekcie przygotowywanym na potrzeby oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu, to wydaje Mu się, że właściwe organy nadzoru nie zawsze prawidłowo egzekwują takie obowiązki. Postuluje On więc wypracowania przez ESMA wytycznych, których przedmiotem byłby zakres informacji, jaki powinien zostać ujęty w rozdziale „czynniki ryzyka” prospektu przez spółki cross listowane.

W ocenie Autora KNF nie dysponuje normą kompetencyjną, która stanowiłaby podstawę prawną do zastosowania środków nadzoru wobec emitentów z siedzibą w Polsce oraz emitentów z siedzibą w państwie trzecim, dla których RP jest państwem macierzystym i którzy przeprowadzają ofertę publiczną lub dopuszczają papiery wartościowe na rynek regulowany na terytorium innych państw członkowskich. Taki stan prawny jest niezgodny z wymogami Rozporządzenia Prospektowego i wprowadzoną przez nie zasadą właściwości organu państwa macierzystego w zakresie spraw dotyczących oferty publicznej i dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu, a także pogarsza sytuację inwestorów nabywających akcje takich spółek przez brak odpowiednich i wystarczających środków nadzoru, jakimi powinny dysponować organy administracji publicznej wobec takich emitentów. W związku z tym Doktorant postuluje *de lege ferenda* rozszerzenie zakresu przedmiotowego art. 16–18 u.o.p., 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.

Dokonana w pracy analiza obowiązku współpracy podmiotów prowadzących rynki regulowane w zakresie spółek cross listowanych unormowanego w Dyrektywie 2001/34/WE prowadzi do wniosku, że celowe byłoby jego rozszerzenie. Obecnie przepisy wspomnianej dyrektywy ograniczają obowiązek współpracy takich podmiotów wyłącznie do samego etapu dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu. Zdaniem Autora rozszerzenie takich obowiązków również o bieżącą działalność spółek cross listowanych, zwłaszcza o przekazywanie informacji dotyczących dokonywanych naruszeń, pozwoliłoby lepiej zabezpieczać interesy inwestorów i uszczelnić nadzór nad wypełnianiem obowiązków wynikających z faktu notowania przez spółki cross listowane.

Doktorant trafnie wskazuje w pracy, że w zakresie obowiązków informacyjnych związanych z informacjami bieżącymi oraz okresowymi przyjęte w prawie unijnym i polskim rozwiązania ułatwiają spółkom *cross listing*, jednocześnie zapewniając adekwatny standard ochrony inwestorom. Do najistotniejszych rozwiązań prawnych sprzyjających *cross listingowi*, a jednocześnie zmniejszających jego koszt należy zasada podlegania obowiązkom zgodnie z przepisami prawa państwa macierzystego oraz skorelowany z nią zakaz nakładania przez państwo przyjmujące obowiązków surowszych niż te uregulowane w Dyrektywie 2004/109/WE czyli surowszych niż nakładane przez państwo macierzyste. Autor aprobuje nałożony na emitentów mających siedzibę w państwie trzecim przez przepisy u.o.p. obowiązek przekazywania w formie raportu bieżącego istotnych informacji, które taki emitent opublikował na terytorium państwa swojej siedziby, a które nie stanowią informacji bieżących lub okresowych.

Z analizy obowiązków związanych z ujawnianiem informacji poufnych w zakresie spółek cross listowanych Autor wywodzi wniosek, że ustawodawca unijny w Rozporządzeniu MAR nie ukształtował w sposób autonomiczny sytuacji „cross-listowanych” emitentów, co skutkuje istotnymi problemami prawnymi. W szczególności sposób ukształtowania właściwości organów nadzoru sprawia, że w przypadku naruszenia przez spółkę cross listowaną obowiązków informacyjnych do załatwienia takiej sprawy będą właściwe co najmniej dwa organy. Brak ustanowienia reguł kolizyjnych w postaci prawa pierwszeństwa może w praktyce prowadzić do sporów kompetencyjnych w przedmiocie nakładania kar administracyjnych lub nawet podwójnego karania za to samo naruszenie. W związku z tym Autor formułuje postulat *de lege ferenda* wprowadzenia reguł, które pozwalałyby wskazać jeden właściwy organ w przypadku transgranicznego naruszenia obowiązków informacyjnych.

Doktorant przeprowadza w pracy ciekawą analizę przepisów unijnych oraz krajowych, które normują transgraniczne aspekty ofert przejęcia i mają zastosowanie do spółek cross listowanych. Przepisy te ocenia krytycznie z punktu widzenia zarówno pewności prawa, jak i poziomu ochrony zapewnionej inwestorom mniejszościowych. Do najpoważniejszych mankamentów przyjętych rozwiązań zalicza szczerkowo uregulowanie kwestii kolizyjnoprawnych, w szczególności w zakresie spółek cross listowanych z siedzibą w państwie trzecim, po części nieprawidłową implementację do polskiego porządku prawnego postanowień Dyrektywy 2004/25/WE, trudności z odróżnieniem spraw z zakresu prawa spółek od spraw z zakresu prawa papierów wartościowych, a także luki prawne występujące na gruncie obecnych unormowań.

Autor wskazuje na nieprawidłową implementację art. 4 ust. 2 lit. e) Dyrektywy 2004/25/WE, polegającą na ograniczeniu polskiej regulacji wezwań wyłącznie do tych, które są przeprowadzane na terytorium RP. Wysuwa w tym zakresie postulat *de lege ferenda* dokonania zmiany w obowiązujących normach, tak aby właściwość polskich przepisów obejmowała również przypadki eksterytorialne, w sytuacjach gdy zgodnie z 4 ust. 2 lit. e) Dyrektywy 2004/25/WE właściwym organem nadzoru w zakresie ofert przejęcia jest KNF. Ponadto krytycznie ocenia brak zapewnienia w Dyrektywie 2004/25/WE harmonizacji sankcji nakładanych w przypadku naruszenia krajowych regulacji implementujących jej przepisy.

Autor krytycznie ocenia również poglądy wyrażone w doktrynie, które przyjmują, że polskie przepisy u.o.p. w zakresie wezwań w ogóle nie znajdują zastosowania do spółek z siedzibą w państwach spoza EOG notowanych na polskim rynku regulowanym. Jego zdaniem wiążące regulacje dają podstawę, aby zająć odwrotne stanowisko. Jego postulatem *de lege ferenda* jest przesądzenie przez ustawodawcę tej kwestii wprost.

Zdaniem Doktoranta przepisy transgraniczny i ekstraterytorialny charakter nadzoru nad spółkami cross listowanymi sprawia, że elementem niezbędnym do jego skutecznego i efektywnego sprawowania jest dostęp do pełnej - tj obejmującej zagraniczne zdarzenia -

informacji dotyczącej działalności nadzorowanego podmiotu, zwłaszcza dokonanych przez niego naruszeń obowiązujących przepisów prawa, oraz możliwość prowadzenia postępowania dowodowego. W związku z powyższym dla skutecznego nadzoru niezbędna jest transgraniczna współpraca właściwych organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym obejmująca przede wszystkim wymianę informacji i pomoc w przeprowadzaniu czynności procesowych za granicą.

W ramach ostatecznych konkluzji Autor dochodzi do wniosku, że w obecnym kształcie nadzór nad spółkami cross listowanymi nie jest w pełni skuteczny i efektywny. Jego zdaniem, wynika to przede wszystkim z istniejących luk prawnych skutkujących brakiem możliwości zastosowania przez KNF niektórych środków nadzoru wobec spółek cross listowanych. Jednocześnie uwypuklona w przepisach prawa unijnego rola transgranicznej współpracy sprzyja poprawie jakości nadzoru nad spółkami cross listowanymi. Wątpliwości Autora budzi mała rola koordynacji sprawowanej przez ESMA, wobec czego należy postulować jej wzmocnienie. Doktorant broni w pracy generalną tezę, że obowiązujące regulacje prawa polskiego i unijnego w zakresie, w jakim normują one administracyjnoprawne aspekty *cross listingu*, nie są do końca zgodne z zasadą ochrony inwestora na rynku kapitałowym. W rezultacie – zdaniem Autora – sytuacja administracyjnoprawna spółek cross listowanych i ich inwestorów jest gorsza niż sytuacja administracyjnoprawna spółek publicznych notowanych na jedynym rynku regulowanym oraz ich inwestorów.

2. Ocena wyboru tematu pracy

Wybór tematu pracy należy ocenić nadzwyczaj wysoko i to zarówno z punktu widzenia teoretycznego, jak i praktycznego. Wskazać tutaj należy rosnący znaczenie Unii Rynków Kapitałowych w przestrzeni europejskiej oraz globalizację rynków finansowych. Analizowana przez Autora problematyka pracy nie doczekała się wyczerpującej analizy, głównie z uwagi na jej złożoną i szczerkową naturę kształtującą się na styku wielu porządków prawnych. Nie bez znaczenia była także niewielka liczba cross listowanych spółek oraz szczególna specyfika każdego z przypadków. Recenzowane opracowanie wypełnia istniejącą lukę w literaturze.

3. Ocena struktury pracy, wykorzystanych źródeł i metod badawczych

Struktura pracy jest poprawna. Została ona przygotowana niezwykle starannie z wykorzystaniem bogatych źródeł.

Podstawową metodę badawczą pracy stanowiła metoda formalno-dogmatyczna mająca za przedmiot analizę treści przepisów prawa, polegająca na wyjaśnianiu oraz klasyfikacji norm prawnych z uwzględnieniem poglądów prezentowanych przez przedstawicieli nauki oraz orzecznictwo. Uzupełniająco wykorzystano także ekonomiczną analizę prawa. Pierwsza z nich właściwa była dla analizy treści polskich oraz unijnych przepisów prawa związanych z *cross listingiem*. Z kolei zastosowanie ekonomicznej analizy prawa uzasadniona była przez Autora nierozzerwalnym związkiem ekonomicznej decyzji o *cross listingu* z otoczeniem regulacyjnym. Na uznanie zasługuje wykorzystanie przez Autora analizy prospektów spółek cross listowanych zatwierdzonych przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) w związku z ofertą publiczną akcji lub ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym.

4. Ocena strony formalnej pracy

Strona formalna pracy nie budzi jakichkolwiek zastrzeżeń. Opracowanie napisane jest bardzo starannie - ładnym i zrozumiałym językiem. Generalnie rzecz ujmując, na wysoką ocenę zasługuje przystępność wywodów, co jest ważne w kontekście złożoności analizowanego zagadnienia. Autorowi udało się uniknąć nadmiernie technicznego języka, na ile pozwalała na to omawiana problematyka. Analizowane problemy przedstawiane są w sposób zrozumiały także dla osób nie będących specjalistami w danej dziedzinie. Praca została napisana z wykorzystaniem obfitych i wyczerpujących źródeł doktrynalnych.

5. Ocena treści pracy

Merytoryczną zawartość pracy oceniam bardzo wysoko. Rozprawa jest dziełem dojrzałym świadczącym o wysokiej wiedzy prawniczej Autora. Doktorant zdradza głębokie zrozumienie funkcjonowania rynków kapitałowych oraz ich otoczenia regulacyjnego. Zakres i szczegółowość analiz badanego problemu wskazują na dużą biegłość poruszania się po analizowanej tematyce.

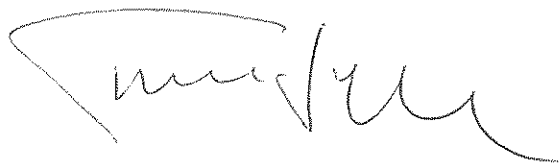
Z większością prezentowanych w pracy tez doktoranta całkowicie się zgadzam. W szczególności za trafną uważam zasadniczą tezę pracy, zgodnie z którą obowiązujące regulacje prawa polskiego i unijnego w zakresie, w jakim normują one administracyjnoprawne aspekty *cross listingu*, nie są do końca zgodne z zasadą ochrony inwestora na rynku kapitałowym. W konsekwencji sytuacja administracyjnoprawna spółek *cross listowanych* i ich inwestorów jest gorsza niż administracyjnoprawne usytuowanie spółek publicznych notowanych na jedynym rynku regulowanym oraz ich inwestorów.

Na zasadzie wyjątku, wbrew poglądom Autora, podzielam jednak poglądy wyrażone w doktrynie, które przyjmują, że polskie przepisy u.o.p. w zakresie wezwań w ogóle nie znajdują zastosowania do spółek z siedzibą w państwach spoza EOG notowanych na polskim rynku regulowanym. W mojej ocenie stanowisko Autora jest natomiast interesującym postulatem *de lege ferenda*.

Zagadnieniem co do którego chciałbym usłyszeć stanowisko Doktoranta podczas obrony jest kwestia następująca: na ile wiele słusznych uwag krytycznych przytaczanych przez Doktoranta w zakresie Dyrektywy 2004/25/WE dotyczącej przejęć kontroli nad spółkami i krajowych regulacji implementujących jej przepisy są specyficzne dla problematyki *cross-listingu*, a na ile są to ogólniejsze zarzuty dotyczące niskiej jakości regulacji tej Dyrektywy i zakresu działań harmonizacyjnych prawodawcy europejskiego (będących wynikiem kompromisowego charakteru zawartych w tej dyrektywie rozwiązań) a wreszcie sposobu transpozycji jej postanowień do prawa polskiego.

6. Wnioski

Uważam, że recenzowana rozprawa doktorska spełnia wymagania, o których mowa w obowiązujących przepisach - stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę Kandydata w dziedzinie prawa rynku kapitałowego, a także umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Mając na uwadze sformułowane wyżej wnioski cząstkowe uważam, że recenzowana praca może być podstawą nadania Autorowi stopnia doktora nauk prawnych. Stanowi ona interesujący wkład w rozwój polskiej doktryny prawa rynku kapitałowego.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, sweeping initial 'S' followed by several cursive letters, likely representing the reviewer's name.