

**STRESZCZENIE ROZPRAWY DOKTORSKIEJ MAGISTRA MICHAŁA
BAŁDOWSKIEGO PT „ADMINISTRACYJNOPRAWNE ASPEKTY CROSS LISTINGU
W ŚWIETLE ZASADY OCHRONY INWESTORA NA RYNKU KAPITAŁOWYM”**

We współczesnej gospodarce coraz bardziej uwidacznia się zjawisko globalizacji rynków finansowych obejmujące międzynarodową integrację rynków kapitałowych. Zjawiskiem wpisującym się w ten trend jest *cross listing*, który polega na notowaniu papierów wartościowych danej spółki na co najmniej dwóch rynkach regulowanych lub alternatywnych systemach obrotu jednocześnie. Jest ono istotnym elementem rynku kapitałowego, umożliwiającym emitentom pozyskiwanie kapitału z zagranicznych źródeł, a inwestorom łatwe lokowanie środków w akcje zagranicznych podmiotów.

Przedmiotem pracy jest kompleksowa analiza administracyjnoprawnych aspektów *cross listingu* i ocena obowiązujących regulacji w świetle zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym.

W pracy wykazano, że *cross listing* wypełnia cechy zjawiska prawnego. *Cross listing* jako zjawisko prawne może być ujęty w znaczeniu podmiotowym i przedmiotowym. Mówiąc o *cross listingu* w znaczeniu podmiotowym, mamy na myśli spółkę, której akcje są notowane równoległe na co najmniej dwóch rynkach równoległych. W znaczeniu przedmiotowym *cross listing* należy rozumieć jako jednoczesne notowanie akcji danej spółki na co najmniej dwóch rynkach regulowanych.

Ponadto w pracy wykazano, że na gruncie obecnych regulacji możliwe jest wyróżnienie zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jako zasady prawnej w znaczeniu dyrektywalnym. Ma ona charakter nadrzędny ze względu na swoją szczególną doniosłość społeczną oraz uzasadnienie aksjologiczne. Nie jest ona jednak nadrzędna wobec innych zasad prawa rynku kapitałowego pod względem hierarchicznym, gdyż funkcjonują one wszystkie na równi, wzajemnie się uzupełniając.

Przeprowadzona w pracy analiza administracyjnoprawnych aspektów podstawowych instytucji prawa rynku kapitałowego w zakresie, w jakim odnoszą się one do *cross listingu*, umożliwiła kompleksową ocenę obowiązujących regulacji pod kątem, po pierwsze, poziomu ochrony inwestorów oraz, po drugie, ułatwień, jakie przewidują one dla spółek *cross listowanych*. Analiza ta prowadzi do wniosku, że *cross listing* wywołuje określone skutki prawne, z których część jest negatywna dla inwestorów. W konsekwencji, mechanizmy

regulujące *cross listing* nie realizują w pełni zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym, ponieważ poziom tej ochrony jest niższy niż w przypadku spółek publicznych, których akcje są notowane tylko na jednym rynku regulowanym.

Praca poddaje także analizie rolę więzi funkcjonalnych organów administracji publicznej dla zjawiska *cross listingu*. Prowadzi to do konkluzji, że uwypuklona w przepisach prawa unijnego rola transgranicznej współpracy sprzyja poprawie jakości nadzoru nad spółkami *cross listownymi*. Wątpliwość może jednak budzić mała rola koordynacji sprawowanej przez unijny organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym (ESMA), wobec czego należy postulować jej wzmocnienie.

W pracy wysunięto szereg postulatów *de lege lata* i *de lege ferenda*, które mają na celu podwyższenie poziomu ochrony inwestorów spółek *cross listowanych*, tak aby był on równy poziomowi ochrony spółek publicznych notowanych na jednym rynku regulowanym. Realizacja tych postulatów nie nakładałaby na spółki *cross listowane* dodatkowych obowiązków lub czyniłaby to w jak najmniejszym zakresie. W efekcie poprawa bezpieczeństwa inwestorów odbywałaby się dla spółek *cross listowanych* jak najmniejszym kosztem, co powinno prowadzić do zwiększenia zainteresowania tym zjawiskiem ze strony inwestorów.