

RECENZJA
ROZPRAWY DOKTORSKIEJ
autorstwa pana Mirosława Kalisiaka pt. Zakres usług maklerskich w ujęciu
publicznoprawnym

Niniejsza recenzja została przygotowana na wniosek Rady Naukowej Kolegium Nauk Społecznych Uniwersytetu Rzeszowskiego, która wyznaczyła mnie na recenzenta uchwałą z 21. października 2024 r. w ramach postępowania w sprawie nadania Panu Mirosławowi Kalisiakowi stopnia doktora w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie nauki prawne, na podstawie ustawy z 20. lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (t.j. Dz.U. 2023.742 z póź. zm.).

I. UWAGI OGÓLNE

Prawo rynku kapitałowego stanowi atrakcyjne pole badawcze, nie tylko z uwagi na krzyżowanie się w jego ramach zagadnień prywatnoprawnych (głównie cywilnoprawnych) z publicznoprawnymi (przede wszystkim administracyjno-prawnymi), ale także istotne znaczenie praktyczne. Nie można również zapominać, że rynkiem kapitałowym rządzą czysto ekonomiczne mechanizmy, niejednokrotnie uwarunkowane także prawidłowościami i zjawiskami socjologicznymi. Ta interdyscyplinarność rynku kapitałowego powoduje, że stanowi on wyjątkowo ciekawe pole badawcze dla przedstawicieli różnych dyscyplin nauki. Nie dziwi więc dający się zauważyć w ostatnich latach wyraźny wzrost zainteresowania tą problematyką. Sprzyja mu także dynamiczny rozwój polskiej gospodarki w dużej mierze determinowany środkami publicznymi i pochodzącymi z inwestycji na rynku kapitałowym. Tendencji tej uległ także Doktorant, wybierając prawo rynku kapitałowego jako podstawę, a zarazem tło uwag zawartych w recenzowanej rozprawie doktorskiej.

Mając powyższe na uwadze, podjęcie przez Pana Mirosława Kalisiaka problematyki usług maklerskich, będących przedmiotem regulacji prawa rynku kapitałowego stanowi swoiste wyzwanie. Należy przy tym dodać, że prawo rynku kapitałowego w większości wydziałów prawa w Polsce nie jest przedmiotem kierunkowym. Stąd zainteresowanie nim studentów zwykle związane jest z koniecznością podjęcia dodatkowych samodzielnych prac badawczych ewentualnie wspieranych zajęciami fakultatywnymi. Czyni to wspomniane wyzwanie zdecydowanie trudniejszym.

II. OCENA FORMALNYCH I MERYTORYCZNYCH ASPEKTÓW PRACY

Temat i zakres pracy

Problematyka usług maklerskich jest przedmiotem regulacji prawa rynku kapitałowego, które mieści się w obrębie publicznego prawa gospodarczego. Warto przy tym podkreślić, że zagadnienia prawa rynku kapitałowego cechuje daleko idące skomplikowanie. Jak było powiedziane na wstępie, wynika to nie tylko z przenikania się w jego obrębie regulacji publicznoprawnych i prywatnoprawnych, ale także determinujących poszczególne rozwiązania mechanizmów rynkowych będących przedmiotem badań nauk ekonomicznych. Zatem wybór tematu opracowania naukowego z zakresu prawa rynku kapitałowego zwykle stawia każdego autora przed wyzwaniem dogłębnego przestudiowania systemowych i szczegółowych rozwiązań prawnych, ale także zapoznania się z ekonomicznymi regułami rządzącymi mechanizmami obrotu instrumentami finansowymi. Lektura rozprawy doktorskiej utwierdza mnie w przekonaniu, że choć zadanie to nie jest łatwe, Autor wywiązał się z niego znakomicie.

Złożoność problematyki rynku kapitałowego czynią ją relatywnie ubogą w literaturę. Niemniej jednak usługi maklerskie doczekały się stosunkowo wielu opracowań. Spośród nich recenzowaną rozprawę wyróżnia ujęcie, które zaproponował Autor. W tym kontekście kluczowe dla pracy wydaje się być ujęcie publicznoprawne, stanowiące o potencjalnej innowacyjności rozważań. Mając powyższe na uwadze, niestety we wstępie do pracy brakuje prezentacji stanowiska Autora przedstawiającego jego rozumienie ujęcia publiczno- i prywatnoprawnego. To istotny mankament tej części pracy. Ma on tym większe znaczenie, że wyznaczenie jednoznacznej linii demarkacyjnej obu ujęć nie wydaje się być zadaniem łatwym, a jednocześnie odgrywa kardynalną rolę w przyjętym temacie pracy.

Autor słusznie zwraca uwagę na podmiotowy i przedmiotowy zakres usług maklerskich, koncentrując swoje rozważania jedynie na tym drugim. Takie podejście do pewnego stopnia

wydaje się być uzasadnione, zważywszy na samą tylko obszerność pracy. Przekonywująca jest także w tym zakresie merytoryczna argumentacja Doktoranta (s. 26). Równie dobrze uzasadnione jest ograniczenie badania zakresu przedmiotowego usług maklerskich, z którego Autor postanowił wyłączyć zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi przynajmniej jeden instrument finansowy.

Cel i problem badawczy, tezy badawcze

Zestawienie regulacji polskich i unijnych dotyczących usług maklerskich brzmi mało przekonująco jako cel badawczy pracy (s. 27 – 28). Jeśli celem badawczym Autora było rzeczywiście jedynie zestawienie regulacji, to zadanie to jest niewystarczające z punktu widzenia celów rozprawy doktorskiej. Wydaje się, że Autor błędnie tu zdefiniował cel badawczy myląc go z etapem prac, który jest niezbędny do weryfikacji tez badawczych. Rozsądnie za to brzmią tezy badawcze, których weryfikacja godna jest rozprawy doktorskiej. Prowadzą one jednocześnie do zbadania postawionego problemu badawczego.

Metody badawcze

Autor wskazał 4 metody badawcze, które, jak deklaruje, wykorzystał w pracy. Za niewystarczające oceniam zdefiniowanie metody dogmatycznej, która w niektórych ujęciach obejmuje wyabstrahowaną przez Niego jako odrębną metodę - analizę i krytykę piśmiennictwa oraz metodę obserwacji uczestniczącej. Metoda komparatystyczna wykorzystana została w specyficzny sposób, polegający jedynie na analizie przepisów prawnych przede wszystkim Niemiec i UE. Odnotować jednak należy, że w odniesieniu do regulacji UE Autor czyni stosowne uwagi w kontekście regulacji polskich.

Struktura pracy

Struktura pracy jest co do zasady poprawna. Autor przeznaczył pierwsze trzy rozdziały na zagadnienia ogólne i wprowadzające do pracy. Prawidłowo systematyzują one dotychczasową wiedzę w zakresie tematu pracy, jednocześnie stanowiąc swoistą klamrę informacji wspólnych dla pozostałych rozdziałów, kolejno odnoszących się do wybranych usług maklerskich. Pozostałe cztery rozdziały poświęcone zostały opisowi wybranych zagadnień związanych z zakresem usług maklerskich. Warto jednak zauważyć, że pierwsze trzy rozdziały zajmują nieproporcjonalnie dużą część rozprawy. Ponad 208 stron tekstu poświęcone zostało 3 rozdziałom wprowadzającym, podczas gdy zasadnicze, kluczowe dla przyjętego

tematu rozprawy usługi maklerskie opisane na kartach czterech rozdziałów zajęły 160 stron (wraz z opisem regulacji niemieckich i UE). Moim zdaniem to zbyt duża dysproporcja.

Rozkład zagadnień w poszczególnych rozdziałach jest logiczny, Autor unika zbędnych, niepotrzebnych dla toku wywodów dygresji, a kwestie kluczowe można odnaleźć na kartach pracy. Jednak niektóre zagadnienia zostały przedstawione dość chaotycznie, niekiedy Autor nie przesądza, które z proponowanych rozwiązań są Jego zdaniem właściwe lub powinny być stosowane. Miejscami brakuje szerszej perspektywy, systemowego ujęcia, które rzutowałyby na rozumienie zakresu usług maklerskich. Podobnie, kończące rozdziały IV – VII uwagi odnoszące się do prawa niemieckiego nie determinują zakresów usług maklerskich w świetle prawa polskiego.

Indywidualną cechą każdego autora jest, jak przedstawi prezentowany temat pracy. W tym zakresie trudno polemizować z przyjętą przez Autora strukturą tekstu. Jednak już samo przeglądnięcie planu pracy rodzi pytania o wybraną optykę. Wyraźnie bowiem brakuje wyodrębnienia publicznoprawnego ujęcia tematu. Co więcej, wywody Doktoranta koncentrują się w głównej mierze na zagadnieniach prywatnoprawnych, dla których kwestie publicznoprawne regulacji odgrywają jedynie poboczne znaczenie, stanowią uzupełniające całość tło. Można mieć także wątpliwości co do wybranej metody prezentacji zakresów usług maklerskich. Autor odnosi się bowiem bardziej do analizy tekstu normatywnego normującego poszczególne usługi (i to tylko w wybranym przez siebie zakresie), co czyni ją bardziej komentarzem, niż typowym naukowym opracowaniem. Tymczasem zakres usługi w ujęciu syntetycznym wymagałby określenia przynajmniej jej granic przedmiotowych, podmiotowych, terytorialnych (w tym eksterytorialne świadczenie usług, o czym Autor w pracy w zasadzie w ogóle nie wspomina) i temporalnych. Na podstawie tak przykładowo określonych zakresów, łatwiej byłoby prowadzić prace porównawcze z regulacjami innych państw czy UE. Przedstawienie tematu pracy z tej perspektywy istotnie zmodyfikowałoby strukturę pracy, ale jednocześnie pozwoliłoby podkreślić publicznoprawne aspekty omawianych przepisów.

Warsztat

Praca napisana jest starannym językiem. Autor merytorycznie prawidłowo przywołuje literaturę polską i obcą oraz relatywnie skromne orzecznictwo, zarówno krajowych organów orzeczniczych jak i zagranicznych. Niemniej jednak przywołania zdradzają bardziej praktyczne, niż naukowe zacięcie Doktoranta (uwagi poniżej), a miejscami Jego styl ma charakter bardziej komentatorski, niż *stricte* naukowy (np. s. 232).

Sprawnie posługuje się językiem prawnym i prawniczym. Wywody prowadzone są logicznie. Pod względem językowym można zauważyć pewne potknięcia (np. zdanie otwierające podrozdział, s. 56; „tłumaczenie” zamiast błąd logiczny *idem per idem*, s. 75; „Druga wspomnianego stanowiska ..., s. 197; s. „... jest otwiera ...” 225), ale są one sporadyczne i zapewne korekta wydawnicza pozwoli je wyeliminować.

Przyjemną lekturę rozprawy psują szeroko przywoływane przepisy, czasem także orzeczenia w języku angielskim. Zabieg ten postrzegam jako zupełnie zbędny. Autor w żadnym z takich miejsc nie dokonuje bowiem krytycznej analizy np. tłumaczenia, co czyni cytat pozbawionym uzasadnienia. Podobnie zdarzają się w pracy przywołania całych przepisów regulacji polskiej lub regulacji obcych. Co do zasady nie ma w tym nic złego, jednak przybierają one postać wklejonych sekcji odpowiednich części przepisów ustawy, w żaden sposób nie zsynchronizowanych z formatowaniem, oryginalnego tekstu pracy. Ponadto Doktorant często przywołując obszerne fragmenty regulacji nie dokonuje ich szczegółowej analizy, która by uzasadniała taki zabieg. Niejednokrotnie cytacje są dłuższe niż uwagi własne Autora. Takie rozwiązanie jest zdecydowanie mniej przyjazne dla percepcji tekstu i nie ubogaca pracy w przemyślenia Autora.

Doktorant zbędnie przywołuje w formie cytacji poglądy wybranych autorów *in extenso*, zamiast odnosić się do nich w ramach polemiki lub prezentacji poglądów, a publikację stanowisk jedynie wskazywać w przypisach. Takie rozwiązanie nie tylko istotnie ograniczyłoby objętość pracy, ale także uczyniło jej lekturę przyjemniejszą. Powyższa uwaga w pełni aktualna jest także w odniesieniu do cytowania obszernych fragmentów publikacji prasowych (np. s. 228 - 229).

Niektóre rozdziały są „przegadane”. Uwaga ta dotyczy głównie pierwszych trzech rozdziałów. Natomiast w pozostałych czterech rozdziałach dostrzegalna jest dysproporcja uwag poświęconych prawu polskiemu oraz prawu niemieckiemu i EU na korzyść tych ostatnich.

Część merytoryczna

Zgodnie z przyjętym założeniem dotyczącym struktury pracy, pierwsze rozdziały poświęcone zostały uwagom porządkującym.

Pierwszy rozdział dedykowany jest podstawowym pojęciom i kardynalnym założeniom, do których Autor odwołuje się w dalszych częściach pracy. W pierwszej kolejności poruszone zostały kwestie regulacji usług maklerskich w systemie prawa. Zawarte w tej części pracy uwagi nie wnoszą nic nowego do doktryny prawa, jednak systematyzują na potrzeby

przyjętego tematu miejsce poszczególnych regulacji. Ciekawe są wywody poświęcone przeplataniu się regulacji publicznoprawnych i prywatnoprawnych. Nie dają one jednak odpowiedzi na wspomniane wyżej, kluczowe pytanie o przyjęte przez Doktoranta rozumienie ujęcia publicznego, o którym mowa w tytule pracy. Kolejna część rozdziału dotyczy pojęć wspólnych dla usług maklerskich. Tu ważne są ustalenia Doktoranta dotyczące charakterystyki takich pojęć jak działalność maklerska, usługi maklerskie i czynności maklerskie. Wewnętrzny układ rozważań tej części co prawda nie jest zgodny z kolejnością wymienionych w tytule podrozdziału pojęć, niemniej jednak to chronologiczne potknięcie nie pozbawia ich merytorycznej wartości. Wart zauważenia jest także podrozdział odnoszący się do jak to nazywa Autor „natężenia” działalności maklerskiej. Należy się zgodzić z poczynionymi w nim ustaleniami. Nieco bardziej kontrowersyjne mogą być uwagi Doktoranta dotyczące charakteru pośrednictwa. We wstępie do pracy zapowiada, że przez pośrednictwo będzie rozumiał czynności odnoszące się do stanów faktycznych (s. 22), co może budzić pewien niedosyt i niepokój (w innym miejscu wskazuje, że pośrednictwo Jego zdaniem to „relacja umowna” - s. 233). Pośrednictwo jest bowiem także pojęciem prawnym, a jego charakterystyka właśnie w tym ujęciu ma w omawianej pracy kluczowe znaczenie. Chwilami Autor wydaje się być świadomy tej istotnej dystynkcji (np. s. 342). Brakuje w tym zakresie pogłębionej analizy cywilnoprawnej zarówno zlecenia, jak i charakteru prawnego usługi inwestycyjnej, które to pojęcia odgrywają kardynalne znaczenie w pracy. Wątpliwości może budzić także pogląd Autora, zgodnie z którym zlecenie wywołuje skutki w zakresie przeniesienia własności instrumentów finansowych (s. 74). Wydaje się, że jest to jedynie nieprzemyślany - *nomen omen* - skrót myślowy. Przedstawiciele nauki prawa cywilnego słusznie zauważają bowiem, że w zakresie obrotu instrumentami finansowymi nie dochodzi do przenoszenia prawa ich własności lecz praw z nich wynikających. Instrumenty finansowe jednie inkorporują w sobie określone prawa lub obowiązki (lub ich wiązki). Lektura planu pracy wskazuje, że osobne miejsce w pracy poświęcone zostało instrumentom finansowym. Słusznie Autor zauważa, że ich szersze omówienie jest bezcelowe z punktu widzenia przyjętego tematu pracy. Słuszne jest także w kontekście tematu pracy skoncentrowanie się jedynie na publicznoprawnym ich aspekcie. Szkoda jednak, że w tej części pracy Autor w zasadzie skupił się tylko na wybranych próbach kwalifikacji kryptowalut, pomijając wszystkie inne instrumenty finansowe, co czyni niekompatybilnym treść tytułu podrozdziału z jego treścią. Moim zdaniem celowym byłoby w tej części pracy (zgodnie z założeniami Doktoranta, jako wprowadzającej do bardziej szczegółowych rozważań zawartych w rozdziałach IV. do VII.) wskazanie specyfiki powiązania różnych rodzajów instrumentów finansowych z usługami maklerskimi. Uwagi w tym zakresie

są tu jedynie incydentalne, dość przypadkowe. Rozdział pierwszy zamyka opis wybranych, podstawowych obowiązków firmy inwestycyjnej związanych ze świadczeniem usług maklerskich.

Rozdział drugi poświęcony został w całości genezie rozwoju regulacji usług maklerskich z podkreśleniem czynników, które wpływały na jej modyfikacje. To dość obszerny rozdział, w którym przedstawiona została historia zarówno globalnych trendów, charakterystyka zmian regulacji prawa Unii Europejskiej, jak i polskich rozwiązań prawnych w obrębie prawa rynku kapitałowego, z podkreśleniem - rzecz jasna - usług maklerskich.

Ogólny zarys problematyki tematu pracy zamyka rozdział trzeci. Kolejne rozdziały stanowią już bardziej szczegółowe omówienie poszczególnych usług maklerskich. Należy zauważyć i docenić pomysłowość Doktoranta w zakresie tytułu rozdziału trzeciego. Zdecydowanie niebanalne i trafne są zawarte w nim uwagi. Podkreślenie przez Autora wagi tego rozdziału w kontekście interpretacji przepisów regulujących świadczenie usług maklerskich wskazuje na Jego dojrzałość naukową. Zgrabnie wiąże tu wartości chronione prawem z metodologią i technikami interpretacji tekstu prawnego, także wzajemnych relacji regulacji europejskiej i krajowej. Ciekawe, a jednocześnie nie jedynie deskryptywne są uwagi poświęcone rekomendacjom i stanowiskom KNF i UKNF. Brakuje mi jednak w tej sprawie jednoznacznego stanowiska Autora co do charakteru prawnego ww. rekomendacji i stanowisk, zwłaszcza w kontekście objaśnień prawnych, o których mowa w ustawie Prawo przedsiębiorców.

Rozdział czwarty jest pierwszym poświęconym *explicite* zakresowi usług maklerskich i dotyczy przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Rozdział otwierają uwagi metodologiczne, wskazujące sekwencję prowadzonych wywodów, która ma być powtarzana w kolejnych rozdziałach. Mam wątpliwości, czy miejsce, w którym Autor zdecydował się wskazać przyjęty w rozdziale porządek prowadzonych wywodów jest właściwe. Sądzę, że równie dobrym rozwiązaniem byłoby wskazanie tej informacji we wstępie do całości pracy, tym bardziej, że jest ona niemalże literalnie powtarzana również na początku rozdziału V., VI. i VII.

Merytoryczne wywody zaczynają się od analizy prawa europejskiego. To słuszne rozwiązanie. Pozwala bowiem na przyjęcie odpowiedniej optyki postrzegania regulacji krajowych. Doktorant słusznie zwraca uwagę na brak definicji usługi inwestycyjnej w prawie europejskim, jednak nie podejmuje próby zgłębienia tego problemu. Dalej prowadzone wywody odnoszą się

do porównania omawianej usługi inwestycyjnej z *crowdfundingiem*, oraz jej granic w świetle przepisów europejskich i orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości UE.

Następnie Autor przechodzi do regulacji polskich, zaczynając od kwestii definicyjnych. W mojej ocenie brakuje tu lub w części ogólnej bliższej definicji samego zlecenia. Nieco bliższe wyjaśnienie istoty zlecenia w działalności maklerskiej, choć wymagałoby sięgnięcia do doktryny prawa prywatnego, sądzę że istotnie rzutowałoby na publicznoprawne ujęcie zakresu usług maklerskich. Autorowi zostawiam pod ewentualną rozważę uzupełnienie pracy o ten element, w przypadku chęci publikacji rozprawy. Wywody tej części rozpoczynają się od wskazania zmian art. 74b ustawy o obrocie w związku z ustawą wdrażającą MIFID II. Dalej Autor szczegółowo omawia poszczególne rozwiązania podkreślając różnice między przyjmowaniem i przekazywaniem a wykonywaniem zleceń, czy charakteryzując przyjmowanie i przekazywanie zleceń jako pośrednictwo. Wyodrębnił także kwestie związane z odbiorcą zlecenia w ramach usługi PPZ oraz szczegółowo odniósł się w tym zakresie do oferowania instrumentów finansowych, wezwał do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, skupowania akcji. Opisane tu zagadnienia choć w istocie obejmują całość materii, którą należało zbadać, cechuje typowe dla prawników - praktyków skoncentrowanie na praktycznej analizie przepisów. Powoduje to, że lektura bardziej przypomina komentarz miejscami okraszony własnymi uwagami, niż opracowanie naukowe zawierające zarówno analizę przepisów, ale co równie istotne - także syntezę wniosków, wyprowadzonych z wcześniej poczynionych ustaleń. W tym kontekście znów odniosę się do wcześniej wskazanego braku określenia publicznoprawnego ujęcia tematu pracy, które narzucało by pewną systematykę i metodologię prowadzenia badań. Zakres usług obejmuje bowiem zarówno element podmiotowy, jak i przedmiotowy, miejsce i czas świadczenia usług, ich ilość i jakość, itp. Takie systemowe podejście pozwoliłoby uniknąć komentarzowego stylu prowadzenia wywodów a jednocześnie pomogłoby wykazać publicznoprawne ujęcie tematu.

Ostatnia część rozdziału, zgodnie z zapowiedzią zawartą we wstępie do niego, poświęcona została odpowiednim regulacjom niemieckim. Rozdział zamykają wnioski, w których Autor zawarł rekapitulację podstawowych tez i wniosków, do których doszedł prowadząc badania w tej części rozprawy.

Zgodnie z powtórną (ze wstępu do poprzedniego rozdziału) informacją we wstępie do rozdziału V., jego struktura jest identyczna ze strukturą rozdziału IV. Rozdział otwierają więc uwagi poświęcone regulacji Unii Europejskiej w zakresie wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. I tu Autor wykorzystał tę samą technikę porównywania

tekstów polskich i europejskich. Na ten niefortunny zabieg nakładają się relatywnie ogólnie i chaotycznie przedstawione uwagi, co czyni tę część rozdziału nieczytelną.

Dalej Autor przedstawia polskie rozwiązania. Brak systematyki wywodów widoczny jest także w tej części rozdziału. Podrozdział 2. zaczyna się uwagi wprowadzające, krytyczne względem poglądów reprezentowanych w czasie nieobowiązującego już przymusu rynku regulowanego. Autor trafnie określa ramy przedmiotowe wykonania zlecenia w świetle polskiego prawa (końcówka s. 278) i początek s. 279), jednak ich zilustrowanie przykładem wprowadza niepotrzebny (akuratnie w tym miejscu rozdziału) chaos. Choć wywody tej części pracy są interesujące, to niestety znów ewidentnie brakuje w nich metodologicznego porządku. Tylko niektóre kwestie zakresu podmiotowego wykonania zlecenia zaledwie sygnalizowane są w podrozdziale 2.2. Zupełnie przypadkowe są uwagi zawarte w podrozdziale 2.3 dotyczące zlecenia do dyspozycji maklera. Podobnie chaotycznie rozpoczynają się wywody kolejnego podrozdziału. Jego treść wyraźnie wskazuje na problemy, z którymi borykał się Doktorant (na co pośrednio sam zwraca uwagę – s. 283). Z jednej bowiem strony głębsza analiza charakteru prawnego omawianego tu zlecenia maklerskiego ma charakter prywatnoprawny, z drugiej strony tytuł pracy sugeruje konieczność odniesienia się do ujęcia publicznoprawnego opisywanych zagadnień. Tymczasem od strony cywilnoprawnej rozdział odnosi się jedynie do wybranych aspektów zlecenia maklerskiego, nie stanowi kompleksowego, ani systemowego ujęcia (np. tytuł podrozdziału sugeruje zawieranie przez firmę inwestycyjną na własny rachunek odpowiednich umów, choć jego treść koncentruje się na specyfice stosunku prawnego, jaki łączy firmę inwestycyjną z klientem, choć ta oczywiście rzutuje na wykonywanie ww. umów), nie jest też pozbawiona pewnych potknięć, których wytrawni cywiliści nie omieszkiliby wytknąć (np. uwagi dotyczące formy wykonania zlecenia). Niemniej jednak, choć uwagi w tym zakresie mieszczą się poza tematem pracy (ujęcie prywatnoprawne), należy się zgodzić z niektórymi spostrzeżeniami Doktoranta, odnoszącymi się do skomplikowania rodzaju oraz charakteru prawnego stosunku prawnego łączącego firmę inwestycyjną z klientem. W chaosie wybiórczo przedstawianych i jedynie wybranych informacji, pomieszanych z uwagami o charakterze prywatnoprawnym trudno jest dostrzec zasadniczy trzon wywodów tego rozdziału, który powinien w świetle tematu pracy koncentrować się na kwestiach publicznoprawnych zakresu omawianej w rozdziale usługi.

Rozdział zamykają analogicznie do rozdziału piątego, aczkolwiek tu zdecydowanie bardziej rozbudowane w stosunku do części poświęconej polskiej regulacji spostrzeżenia dotyczące regulacji niemieckiej oraz wnioski końcowe. Warto zauważyć, że niemieckie rozwiązania

prawne omówione są również dość wybiórczo. Ponadto, wybrane instytucje przedstawione zostały znów niekompleksowo w ujęciu bardziej prywatnoprawnym, niż publicznoprawnym, a nadto w żaden sposób nie zostały skorelowane w polskim, czy europejskim systemem prawnym.

Kolejny, VI. rozdział dedykowany jest oferowaniu instrumentów finansowych. Zgodnie z przyjętą konwencją, znów powtórzoną we wstępie, rozdział zaczyna się od opisu odpowiednika usługi maklerskiej w prawie UE. Niestety i w tym rozdziale Doktorant konsekwentnie stosuje metodę porównywania przepisów. O ile jednak w poprzednim rozdziale, europejska część skupia się (i słusznie) głównie na prawie unijnym, w rozdziale szóstym zauważalne są liczne odniesienia europejskich rozwiązań do tych przyjętych w Polsce. To niezbyt fortunne rozwiązanie nie znajduje uzasadnienia w przyjętej przez Autora koncepcji pracy (w założeniach praca nie miała mieć charakteru prawnoporównawczego, a metoda ta miała mieć charakter jedynie pomocniczy; ponadto, uwagi w tym zakresie są niesymetryczne w poszczególnych rozdziałach). Zawarte tu informacje nie mogą być również zakwalifikowane jako służące rozpoznaniu granic usług maklerskich w różnych porządkach prawnych w celu „wyciągnięcia wniosków co do oceny polskiej implementacji zakresu usług maklerskich.” (s. 30). Innymi słowy, zgodnie z przyjętą przez Doktoranta strukturą rozdziału, wskazaną we wstępie, „europejskie” części rozdziałów powinny przedstawiać regulacje prawa UE, a zatem ewentualne odniesienia do nich innych porządków prawnych powinny mieć miejsce w odrębnym podrozdziale (tak, jak ma to do pewnego stopnia miejsce np. w rozdziale VI.3). Dopiero na podstawie takich porównań zasadne jest sięgnięcie do specyfiki polskich przepisów i wypracowanej na ich podstawie krajowej doktryny i orzecznictwa oraz ewentualne wyciągnięcie wniosków co do harmonizacji polskiego prawa z prawem UE. Na marginesie tylko warto także zauważyć, że Doktorant we wstępie zapowiedział w tej części rozdziału stosowne odwołania do poglądów brytyjskiego organu nadzoru, których jednak *summa summarum* nie przedstawił. Niezależnie od powyższych sugestii metodologicznych, nie przekonuje mnie pogląd Autora, zgodnie z którym można zamiennie używać sformułowania plasowanie i oferowanie instrumentów finansowych (s. 300). Jakkolwiek proste przełożenie z języka angielskiego wydaje się fonetycznie atrakcyjne, to jednak etymologia słowa „plasowanie” w języku polskim ma zgoła odmienne znaczenie niż oferowanie instrumentu finansowego. Przede wszystkim jednak brak jest podstaw normatywnych do przyjęcia możliwości zamiennego stosowania tych nazw, nawet, jeśli tak one funkcjonują w żargonie osób zajmujących się rynkiem finansowym (kapitałowym). Doktorant w podsumowaniu do

rozdziału VI. umieszcza wniosek *de lege ferenda* zastąpienia wprowadzającego w błąd określenia „oferowanie instrumentów finansowych” plasowaniem, jednak jednocześnie wskazuje, że wcześniejsze próby w tym zakresie nie przyjęły się.

Część poświęconą oferowaniu instrumentów finansowych w prawie polskim otwiera obszernie zacytowany artykuł 72 ustawy o obrocie. Podtrzymuję wyżej zgłoszone wątpliwości co do zasadności takich zabiegów, zwłaszcza, że autorskie uwagi zawarte w tym podrozdziale zajmują zdecydowanie mniej miejsca, niż treść przytoczonego przepisu. Niezależnie od powyższego, jest tu także pewna niekonsekwencja. Doktorant przywołał jedynie fragment przepisu, choć w swoich krytycznych (i słusznie) uwagach odnosi się także do kolejnych, niecytowanych w pracy ustępów art. 72 ustawy o obrocie (s. 308 - 309). Niemniej jednak przychyliam się do Jego spostrzeżeń dotyczących pojęcia oferty publicznej i prywatnej oraz klienta usługi oferowania instrumentów finansowych (s. 310 i nast.). Kolejne wywody dotyczące m.in. czynności informacyjnych w ramach usługi oferowania instrumentów finansowych, ograniczenie marketingu ofert publicznych czy sporządzania rekomendacji i analiz są nie tylko trafne, ale i ciekawie prowadzone. Zauważyć jednak wypada, że z uwagi na brak wyodrębnienia wcześniej określonych kryteriów pozwalających wyłuskać publicznoprawne granice tej usługi maklerskiej, znów czytelnikowi brakuje odpowiednich punktów odniesienia, pozwalających śledzić główny tok wywodów i odróżniać go od dygresji, co finalnie sprawia wrażenie lektury dość chaotycznie napisanej pracy.

Konsekwentnie, zgodnie z przyjętą strukturą pracy, rozdział kończą uwagi związane z odpowiednimi niemieckimi regulacjami w zakresie usługi oferowania instrumentów finansowych oraz wnioski. W części poświęconej niemieckim regulacjom wydaje się, że Doktorant więcej miejsca poświęcił kwestiom prywatnoprawnym, a uwagi w znakomitej części mają charakter komentarza do przyjętych rozwiązań.

Ostatni rozdział pracy dotyczy usługi „gwarantowania emisji” i nie odbiega konstrukcyjnie od pozostałych, co skrupulatnie zostało podkreślone we wstępie do rozdziału, dokładnie w taki sam sposób, jak ma to miejsce w poprzednich trzech rozdziałach. Autor słusznie przyjął skrótową nazwę dla opisywanej w rozdziale usługi z uwagi na brak jej jednoznacznej nazwy i charakteru prawnego zarazem.

Część europejska koncentruje się w zasadzie na pojęciu usługi gwarantowania emisji, ze szczególnym uwzględnieniem zakresu podmiotowego podmiotów gwarantujących efektywność emisji. Ustalenie istoty usługi ma tu kluczowe znaczenie. Stąd Autor podniósł

różne sposoby rozumienia *underwriting*'u oraz plasowania. Wyjątkowo sporo miejsca i relatywnie więcej, niż ma to miejsce w poprzednich rozdziałach, zajmuje Doktorantowi przedstawienie w kontekście europejskich rozwiązań polskich regulacji. Jest to konsekwencja przyjętej metodologii pracy, w której już była mowa wyżej, Autor nie zdecydował się na wyodrębnienie poszczególnych zakresów usług maklerskich. Szkoda, bo jak widać w tym rozdziale (ale i w pozostałych) metoda ta znakomicie by się sprawdziła.

Polska część wywodów również rozpoczyna się od analizy pojęcia usługi „gwarantowania emisji”. Podzielam zdanie Autora co do aktualności poglądów doktryny dotyczących umów o subemisję (usługową i inwestycyjną) w obecnym stanie prawnym (s. 358 i nast.). Podobnie, moim zdaniem słuszne są Jego uwagi dotyczące klienta usługi gwarantowania emisji (s. 366). Krytycznie jednak oceniam podrozdział VII.2.5 (s. 367 i nast.). Nie chodzi przy tym o opisany w nich kazus, lecz o sposób podejścia do problemu. Zdecydowanie brakuje tu systemowego przedstawienia zagadnienia. Zamiast omawiać szczegóły konkretnego przypadku, Doktorant powinien wyodrębnić płaszczyznę, w obrębie której mógłby systemowo odnieść się do omawianego zakresu usługi, ewentualnie wspierając się przykładami z orzecznictwa lub praktyki funkcjonowania rynku. Raz jeszcze wskazuje to na wadliwość przyjętej metodologii pracy. Istotnym problemem, który powinien być zdecydowanie szerzej omówiony w kontekście publicznoprawnego ujęcia tematu rozprawy jest kwestia wpływu zdefiniowania usługi na zakres kompetencji organów nadzorczych (Autor jedynie wspomina o tym w pracy). Kwestie związane z zakresem przedmiotowym opisywanej usługi opisane zostały niewystarczająco. Czuję niedosyt na przykład w zakresie rozważań dotyczących konstrukcji prawnych mogących gwarantować dojście do skutku emisji instrumentów finansowych. Nie chodzi przy tym o ich szczegółowe omówienie, ale przykładowo o wskazanie kryteriów, za pomocą których można by wyznaczyć granicę uznania określonej czynności prawnej za „gwarantującą emisję”, a co za tym idzie podlegającą kontroli (nadzorowi) przez KNF. Takie i inne kwestie w istocie odpowiadałyby idei przyjętego tematu rozprawy doktorskiej. W rozdziale brakuje również omówienia innych zakresów omawianej tu usługi.

Zgodnie z przyjętą konwencją, rozdział zamykają uwagi dotyczące rozwiązań przyjętych w prawie niemieckim oraz wnioski końcowe.

Pracę wieńczy zakończenie, w którym Autor wskazał na specyfikę prawa rynku kapitałowego oraz odniósł się do przebiegu Jego badań nad rozprawą. Podkreślił szczególne znaczenie dla rozprawy zakresu usług maklerskich, choć poszczególne rozdziały nie zawsze stanowią kompleksowe i dogłębne omówienie wybranych przez Autora usług. Zakończenie

zawiera także finalne wnioski Autora odnoszące się do głównych tez pracy postawionych na jej początku.

IV. Podsumowanie

Na podstawie wyżej sformułowanych ustaleń stwierdzam, że recenzowana rozprawa doktorska Pana mgr Mirosława Kalisiaka zasługuje na pozytywną ocenę, czyniąc zadość wymogom stawianym wskazanym *in principio* ustawą Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, w części dotyczącej rozpraw doktorskich oraz może stanowić podstawę dalszego prowadzenia przewodu doktorskiego.