

Katowice, dnia 7 stycznia 2025 r.

Dr hab. Anna Lichosik - Ślusarczyk
Uniwersytet Śląski w Katowicach
Wydział Prawa i Administracji
ul. Bankowa 11b
40 – 004 Katowice

Recenzja

**rozprawy doktorskiej mgr Mirosława Mateusza Kalisiaka
pt. „Zakres usług maklerskich w ujęciu publicznoprawnym”**

Promotor pracy: **dr hab. Jan Olszewski, prof. UR**

W wykonaniu Uchwały Rady Naukowej Kolegium Nauk Społecznych Uniwersytetu Rzeszowskiego z dnia 21 października 2024 r., powołującej mnie w charakterze recenzenta w postępowaniu w sprawie nadania Panu Mirosławowi Mateuszowi Kalisiak stopnia doktora w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie nauki prawne, niniejszym przedkładam recenzję rozprawy doktorskiej pt. „Zakres usług maklerskich w ujęciu publicznoprawnym”.

1. Uzasadnienie wyboru tematu, cel pracy, metoda badawcza

Recenzowana rozprawa doktorska podejmuje bardzo istotną tematykę badawczą, zarówno w aspekcie teoretycznym jak i praktycznym. Wybór tematu uznać należy za trafny. Problematyka regulacji prawnej usług maklerskich stanowi nieustający przedmiot zainteresowania polskiej literatury prawniczej, jak i praktyki obrotu na rynku kapitałowym. Problemy interpretacyjne, wysoki stopień skomplikowania oraz architektura aktów prawnych regulujących zakres usług maklerskich, Autor postawił sobie za wyzwanie.

Za podstawowy przedmiot rozprawy Autor wybrał cztery usługi maklerskie związane z szeroko pojętą konstrukcją pośrednictwa wymienionych w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2, 6 i 7 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005, Nr 183

poz. 1538 z późn. zm.) oraz odpowiadających im usług inwestycyjnych z dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynku instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173, z 12.06.2014). Tymi usługami maklerskimi są: przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, oferowanie instrumentów finansowych i gwarantowanie emisji. Podjęcie tego tematu uznać należy za bardzo istotne i stanowiące niezwykle cenny wkład w naukę prawa rynku kapitałowego w Polsce.

W dysertacji szczegółowej analizie poddano różnice pomiędzy prawem Unii Europejskiej, prawem niemieckim, prawem brytyjskim i prawem polskim. Przy tym Autor nie obawia się poszukiwać sprzeczności legislacyjnych, jak i proponować rozwiązanie tych sprzeczności przy użyciu reguł kolizyjnych.

Dla realizacji głównego celu badawczego rozprawy jakim jest zestawienie regulacji dotyczących zakresu wybranych usług maklerskich w prawie polskim i regulacji ich odpowiedników w prawie Unii Europejskiej, Autor wskazuje podstawowy problem badawczy jako odpowiedź na pytanie, czy polska regulacja granic wybranych usług maklerskich, prawidłowo implementuje przepisy prawa unijnego.

Powyższe determinuje określone w pracy tezy badawcze. Autor jako tezę główną stawia występowanie kolizji normatywnych pomiędzy zakresem usług maklerskich zawartym w polskim systemie prawa a zakresem usług inwestycyjnych zawartych w systemie prawa Unii Europejskiej. Jako tezy pomocnicze wskazano, iż w systemie prawa Unii Europejskiej funkcjonuje określony zakres usług inwestycyjnych, który powinien być ściśle implementowany w porządku prawnym każdego państwa członkowskiego, natomiast wykładnia operatywna przepisów regulujących zakres usług maklerskich w Polsce, prowadzona jest niezgodnie z zasadami stosowania prawa UE.

Autor trafnie dobrał wykorzystane w rozprawie metody badawcze, zarówno teoretyczne jak i praktyczne. Wykorzystano metodę formalno – dogmatyczną, metodę historycznoprawną, analizę i krytykę piśmiennictwa oraz metodę komparatystyczną. Posłużono się przede wszystkim prawną siatką pojęciową, uzupełnioną o pojęcia z nauki ekonomii i finansów, co jest poniekąd wymuszone przez przedmiot pracy i wykorzystanie przez ustawodawcę polskiego oraz unijnego pojęć z tych obszarów, jak np. efektywność rynku czy jego integralność. Z kolei wykorzystanie metody obserwacji uczestniczącej

wzbogaciło dysertację o przykłady obrazujące praktykę nadzorców i podmiotów rynku kapitałowego w badanym obszarze (*law in action*).

2. Konstrukcja rozprawy. Struktura podziału treści

Recenzowana rozprawa obejmuje 446 stron i składa się z siedmiu rozdziałów merytorycznych, gdzie każdy z nich rozpoczyna się wprowadzeniem a kończy wnioskami, a także z wstępu (str. 20 – 36), zakończenia (str. 380 - 391), wykazu skrótów (str. 9 – 19) oraz obszernego zestawienia bibliograficznego (str. 392 – 446).

Konstrukcja pracy jest przejrzysta i spójna. Już w tym miejscu warto podkreślić niezwykłą staranność w jej przygotowaniu. Zagadnienia w poszczególnych rozdziałach ustalone są według zasady „od ogółu do szczegółu”.

We wstępie Autor porządkuje omawiane w dalszej części zagadnienia, w tym uzasadnia wybór tematu, określa cel, problemy i tezy badawcze, a także określa zastosowane metody badawcze.

Pierwsze trzy rozdziały rozprawy stanowią ogólną część dysertacji i poświęcone zostały omówieniu miejsca publicznoprawnej regulacji zakresu usług maklerskich w systemie prawa. W tym miejscu przedstawiono elementy wspólne dla tych usług, genezę regulacji usług maklerskich na tle ewolucji prawa rynku kapitałowego oraz źródła przesłanek interpretacyjnych wykorzystywanych w prawie rynku kapitałowego.

Cztery ostatnie rozdziały zostały poświęcone czterem wybranym za przedmiot rozprawy usługom maklerskim. Jak sam Autor wskazuje, są to rozdziały kluczowe dla potwierdzenia głównej tezy badawczej i to w nich dokonuje zestawienia polskich i unijnych regulacji poszczególnych usług maklerskich.

W zakończeniu Autor przedstawia realizację założeń pracy określonych we wstępie *przez cel badawczy, problem badawczy, przedmiot rozprawy, tezy i metody badawcze* oraz dokonuje podsumowania najważniejszych wniosków związanych z postawionymi tezami badawczymi.

3. Ocena merytoryczna rozprawy

I. Rozdział pierwszy pracy (str. 37 – 101) zatytułowany: *„Pojęcia i podstawowe zagadnienia związane z zakresem usług maklerskich”*, podzielony został na cztery części. W pierwszej z nich przedstawione zostało pojęcie prawa rynku kapitałowego wraz z krótką

charakterystyką tej dziedziny prawa w kontekście innych dyscyplin prawnych. Druga część rozdziału dotyczy omówienia pojęć i cech wspólnych usługom maklerskim m.in. takich kluczowych pojęć jak: działalność maklerska, usługa maklerska czy pojęcie instrumentu finansowego, które w ostatnim czasie jest szczególnie żywo dyskutowane z uwagi na rozwój rynku kryptoaktywów.

W rozdziale pierwszym dysertacji Autor dokonuje osadzenia przedmiotu pracy w systemie prawa definiując przy tym charakter norm prawa krajowego i prawa Unii Europejskiej, jako wprowadzenie do istoty interwencjonizmu państwa wraz ze zwróceniem uwagi na konieczność wyodrębnienia publicznego prawa gospodarczego, które krzyżuje się z przedmiotem prawa rynku kapitałowego w zakresie w jakim prawo rynku kapitałowego określa kompetencje interwencyjne państwa w sferę obrotu gospodarczego na rynku kapitałowym.

Kompetencje interwencyjne państwa wyznaczają zakres usług maklerskich, który określa zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Otrzymanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej prowadzi do uzyskania statusu firmy inwestycyjnej, a w efekcie do objęcia działalności takiego podmiotu nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego, o którym mowa w art. 5 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1537 z późn. zm.). Zezwolenie na prowadzenie określonej działalności gospodarczej oraz nadzór organu administracji nad działalnością gospodarczą stanowią typowe formy interwencji państwa.

Autor doskonale identyfikuje rozbieżności definicyjne rynku kapitałowego na gruncie nauk prawnych i ekonomicznych. Wykazuje się także bieżącą obserwacją zmian legislacyjnych, dostrzega je i stawia trafne oceny. Jako przykład można podać przeprowadzoną analizę dotyczącą zmian ustawodawczych dotyczących normatywnego ujęcia rynku giełdowego.

Doktorant zauważa dystynkcje pomiędzy publiczno a prywatnoprawnym ujęciem zagadnień dotyczących usług maklerskich, gdzie zakres usług maklerskich z art. 69 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, rozumiany jako zakres zezwolenia na świadczenie tych usług.

Z technicznego punktu widzenia Autor bardzo zasadnie nie dokonuje koncentracji wyjaśnienia wszystkich zasadniczych pojęć w jednym rozdziale, a te związane z pojedynczymi usługami maklerskimi wyjaśnia w rozdziałach (IV – VII) poświęconych tym

usługom. Komasaacja wszystkich pojęć w jednym rozdziale doprowadziłoby do wystąpienia asymetrii w objętości rozdziałów.

Trzecia część rozdziału pierwszego poświęcona została wyjaśnieniu istotności dokonania właściwej kwalifikacji usługi maklerskiej, w szczególności poprzez wskazanie na obowiązki jakie są związane ze świadczeniem usług maklerskich.

II. Rozdział drugi pracy (str. 102 – 148) zatytułowany: „*Geneza i determinanty rozwoju regulacji usług maklerskich*”, został poświęcony omówieniu ewolucji regulacji usług maklerskich na tle regulacji rynku kapitałowego, w tym determinant zmian i rozwoju prawa rynku kapitałowego obejmujących zakres usług maklerskich. W tej części określono genezę i główne kierunki rozwoju regulacji usług maklerskich, a także przedstawiono tendencje rozwoju regulacji usług maklerskich w prawie krajowym oraz europejskim.

W rozdziale poświęconym genezie i determinantom rozwoju usług maklerskich, Autor przedstawia ewolucje regulacji usług maklerskich zarówno na gruncie prawa krajowego jak i prawa Unii Europejskiej. W ramach prawa krajowego sięga do przytoczenia kształtu regulacji prawnej usług maklerskich obowiązującej na gruncie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155 z późn. zm.) czy ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997 nr 118 poz. 754 z późn. zm.) i dostrzega przy tym postępującą europeizację prawa rynku kapitałowego, wskazując na toczące się prace nad nowym modelem regulacyjnym dla rynku kapitałowego: FSAP, Raport Lamfalussy’ego czy Raport de Larosiere’a i proces legislacyjny Lamfalussy II.

W pełni popieram obserwację Autora, że ustawodawca unijny coraz częściej korzysta z rozporządzeń zamiast dyrektyw, a nowe dyrektywy nie pozostawiają prawodawcy krajowemu zbyt wiele miejsca na dowolność przy wdrożeniu. Wzrasta przy tym rola ESMA kosztem krajowych organów nadzoru, a regulacje o charakterze *soft law* wydawane przez ESMA ograniczają możliwości rozbieżnej interpretacji prawa unijnego. Taki kierunek zmian odbiera coraz więcej kompetencji organom państw członkowskich i przenosi je na poziom Unii Europejskiej. Z drugiej strony prawodawca krajowy stara się wykazywać samodzielną inicjatywę pomimo postępującej europeizacji prawa rynku kapitałowego oraz konieczności zapewniania zgodności z prawem unijnym, działając w realiach, w których kryzysy finansowe wymuszają na politykach szybkie działanie przy ograniczonych danych.

III. W trzecim rozdziale recenzowanej rozprawy (str. 149 – 213) zatytułowanym: „*Źródła przesłanek interpretacyjnych dotyczących zakresu usług maklerskich*”, Autor porusza temat źródeł prawa oraz innych źródeł przesłanek interpretacyjnych (unijnych i krajowych) w

prawie rynku kapitałowego, odnoszących się do zakresu usług maklerskich. Doktorant wskazuje na źródła przesłanek pochodzących z prawa unijnego, przesłanek konstytucyjnych, przesłanek zewnętrznych i wewnętrznych, a także na cele ustawodawcy i zasady prawa rynku kapitałowego.

W tej części Autor przeprowadza interesującą analizę źródeł przesłanek zewnętrznych, tj. tych o charakterze substancjalnym w postaci m.in. zgodności z intencją ustawodawcy czy z rolą społeczną jaką ma spełniać dana regulacja oraz przesłanek wewnętrznych tzn. tych o charakterze formalnym, do których zalicza się w szczególności pierwszeństwo stosowania wykładni literalnej prawa, czy spójność systemową prawa.

Bardzo wartościowe są wywody Autora na temat funkcjonowania różnych wersji językowych aktów prawa Unii Europejskiej, pomimo obowiązującej zasady równorzędności różnych wersji językowych aktów prawnych, gdzie istnieje praktyczny prymat angielskiej wersji językowej. Autor bardzo celnie dostrzega, że podczas tłumaczeń istnieje duże ryzyko utracenia części wskazówek interpretacyjnych, które występują w angielskiej wersji językowej, co w efekcie może prowadzić do błędnej wykładni prawa unijnego.

Doktorant trafnie diagnozuje funkcje realizowane przez ESMA, która nastawiona jest na osiągnięcie jednolitych praktyk nadzorczych, zapobieganie arbitrażowi regulacyjnemu i propagowanie równych warunków konkurencji w granicach swoich kompetencji. Jednakże nawet przy charakterze zasady *soft law* stanowisk wydawanych w zakresie prawa rynku kapitałowego, w tym granic usług maklerskich, pomimo swej pozornej nieobowiązkowości, nie pozostawiają one zbyt wiele przestrzeni do odstępowania od ich treści.

IV. Rozdział czwarty dysertacji (str. 214 – 263) zatytułowany: „*Zakres usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych*” szczegółowo opisuje granice przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie polskim oraz w prawie Unii Europejskiej, a także przybliży niemiecki odpowiednik usługi przyjmowania i przekazywania zleceń, tj. *Anlagevermittlung* (pośrednictwo inwestycyjne).

W odniesieniu do charakterystyki usługi przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie Unii Europejskiej, Autor także czyni zasadne porównania jej do *crowdfundingu*, wskazując na kluczowe w tej materii orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie C-678/15 Khorassani, a dotyczące wykładni art. 4 ust. 1 pkt 2 i pkt 1 sekcji A załącznika I do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, zmieniającej dyrektywy Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę

2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. 2004, L 145, s. 1).

W tej części dysertacji Autor odpowiednio analizuje granice przyjmowania i przekazywania zleceń oraz wykonywania zleceń w prawie Unii Europejskiej oraz przyjmowania i przekazywania zleceń świadczonego przy okazji oferowania instrumentów finansowych czy dotyczącego jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne.

Badaniu poddany został także charakter i zakres usługi przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie polskim, w tym sama definicja przyjmowania i przekazywania zleceń, wraz ze zmianą art. 74b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Interesujące są rozważania Autora dotyczące ujęcia czynności przyjmowania i przekazywania zleceń jako pośrednictwa, jako czynności posłańca, a tym kontekście odbiorcy zlecenia, a także granic pomiędzy przyjmowaniem i przekazywania zleceń a ich wykonywaniem.

Przychyłam się do poglądów *de lege ferenda* Autora w zakresie uchylecia §53 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. 2018 poz. 1112 z późn. zm.), wobec braku doprecyzowania czynności „doprowadzenia do zawarcia transakcji”.

Na wysoki poziom znajomości podjętego tematu przez Doktoranta wskazuje między innymi fakt, iż powyższy postulat *de lege ferenda* został już uwzględniony w najnowszej nowelizacji omawianych przepisów, wobec uchylecia powyższego rozporządzenia i przyjęcia rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2024 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków państwowych prowadzących działalność maklerską, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych (Dz.U. 2024 poz. 1423 z późn. zm.), który nie zawiera przedmiotowego przepisu.

Ciekawe są krytyczne uwagi zawarte w pracy w odniesieniu do uproszczonego podejścia do kwalifikacji usługi wykonywanej na rzecz inwestora nabywającego papiery wartościowe od emitenta lub oferującego w toku oferty publicznej, które w uproszeniu można sprowadzić do zasady „gdzie oferowanie, tam przyjmowanie i przekazywanie zleceń”. Autor odpowiednio interpretuje występujące w tym przypadku zagrożenia dotyczące możliwej błędnej kwalifikacji, które mogą doprowadzić do zamieszania w sferze cywilnoprawnej, gdyż inna jest sytuacja cywilnoprawna stron umowy o pośrednictwo polegające na czynnościach

faktycznych (np. czynności posłańca), a inna w przypadku umowy o pośrednictwo polegające na czynnościach prawnych (zastępstwo pośrednie lub bezpośrednie).

V. W rozdziale piątym pracy (str. 264 – 298) zatytułowanym: „*Zakres usługi wykonywania zleceń nabycia instrumentów finansowych*”, gdzie omówiono wykonywanie zleceń w prawie polskim i w prawie Unii Europejskiej, a także odpowiednik usługi wykonywania zleceń w prawie niemieckim. Autor omawia wykonywanie zleceń w prawie Unii Europejskiej w tym charakteryzuje podmioty systematycznie internalizujące transakcje, świadczące usługi wykonywania zleceń i zawierania transakcji na własny rachunek, w tym wskazuje na konieczność uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w przypadku zawierania transakcji na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta.

Bardzo ciekawe są spostrzeżenia Autora dotyczące zagadnienia zawierania przez firmę inwestycyjną na własnych rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych z klientem na podstawie art. 73 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz pośrednictwa w zawieraniu transakcji na rynkach zagranicznych. Autor prawidłowo analizuje usługę wykonywania zleceń w prawie krajowym, w tym jej charakter cywilnoprawny, czy wykonanie zlecenia przez zawarcie transakcji w systemie obrotu bądź zlecenia do dyspozycji maklera.

We właściwy sposób Doktorant odczytuje niedoskonałości w zakresie cywilnoprawnego opisu wykonywania zleceń. Krajowa regulacja cywilnoprawna usługi wykonywania zleceń powstała w okresie, kiedy usługa ta dotyczyła obrotu giełdowego oraz alternatywnego systemu obrotu i ukształtowała się wokół dyskusji o zleceniu maklerskim. Obecnie, jak trafnie diagnozuje Autor owocna byłaby ponowna analiza cywilnoprawna tego zagadnienia uwzględniająca rozszerzenie *spectrum* usługi o internalizację zleceń i inne formy wykonywania zlecenia poza systemem obrotu.

Doktorant sięga szeroko do regulacji prawa niemieckiego i w tej części pracy analizie poddaje odpowiednik usługi wykonywania zleceń w prawie niemieckim, poprzez przybliżenie instytucji komisji finansowej (*Finanzkommissionsgeschäft*), komisji finansowej z przystąpieniem komisanta (*Finanzkommissionsgeschäft mit Selbsteintritt*), pośrednictwo transakcyjne (*Abschlussvermittlung*), handel instrumentami finansowymi na własny rachunek (*Eigenhandel*), transakcje z określoną ceną (*Festpreisgeschäft*). Powyższe rozważania znacząco zwiększają wartość merytoryczną pracy, uwidaczniają także chęć Autora do poszukiwania wartościowych rozwiązań jurystycznych, poza krajowym porządkiem prawnym.

VI. Rozdział szósty recenzowanej rozprawy (str. 299 – 344) zatytułowany: „*Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych*” podejmuje temat oferowania instrumentów

finansowych w prawie Unii Europejskiej oraz w prawie polskim, w tym omawia dystynkcje językowe dotyczące pojęcia oferowania instrumentów finansowych oraz pojęcia oferty publicznej, zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12/06/2014), („MIFID II), omawia także pojęcie klienta usługi, czynności podejmowanych wobec klienta inwestycyjnego, czynności informacyjnych i marketingowych.

Powyższe zagadnienia zestawia z ograniczeniami stosowania marketingu ofert publicznych oraz możliwościami sporządzania rekomendacji i analiz, wobec zmiany definicji usługi oferowania instrumentów finansowych w prawie krajowym.

Doktorant słusznie rozpoznaje niektóre zaniedbania legislacji unijnej, jak na przykład brak definicji jednego z kluczowych pojęć dla prawnej regulacji rynku kapitałowego w postaci plasowania instrumentów finansowych. MIFID II nie zawiera bowiem definicji usługi plasowania instrumentów finansowych bez wiążącego zaangażowania firmy inwestycyjnej, co z kolei powoduje powstanie trudności z określeniem zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych przez polskiego ustawodawcę.

Warto odnotować, że w tej części pracy Autor przeprowadza interesującą analizę dotyczącą pośrednictwa w zbywaniu jako przesłanki usługi oferowania instrumentów finansowych z art. 72 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w tym poprzez określenie rodzaju tego pośrednictwa.

Doktorant wskazuje na ustawowe wyłączenie jednostek uczestnictwa spod usługi oferowania instrumentów finansowych. Przeprowadzoną przez Doktoranta analizę w tym obszarze doceniam, jednak poglądy te wymagałyby większego uzasadnienia. Polski ustawodawca przesądził, że dla prowadzenia dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych firma inwestycyjna powinna posiadać wyłącznie zezwolenie wyłącznie w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, na podstawie art. 27 ust. 1 w zw. z art. 32 ust. 1 pkt. 3 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. 2004 Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.). Słusznie Doktorant wskazuje, że jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych są instrumentami finansowym, ale nie są papierami wartościowymi. Jednostki uczestnictwa są zbywane i odkupywane przez fundusz inwestycyjny. Ustawodawca przy tym wykluczył pośrednictwo w sprzedaży jednostek uczestnictwa z usługi oferowania instrumentów finansowych, a nakazał

jego objęcie usługą pośrednictwa przyjmowania i przekazywania zleceń. Specyfika tego rodzaju wyłączenia związana jest z używaną przez prawodawcę, chociaż czasem niekonsekwentnie, nomenklaturą pojęcia oferowania, które zasadniczo powinno być związane z papierami wartościowymi. Chociaż ustawodawca rozszerza ten zakres w art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i oferowaniem obejmuje także wystawcę instrumentu finansowego. Wobec tego, fakt dokonania wyłączenia pośrednictwa w sprzedaży jednostek uczestnictwa z zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych, warto by było rozpatrzyć także w kontekście pojęcia jakim jest wystawca instrumentu finansowego i ustalenia czy funduszowi inwestycyjnego można przypisać taki status.

VII. W rozdziale siódmym pracy (str. 345 – 379) zatytułowanym „*Zakres usługi gwarantowania emisji*” Autor omawia zagadnienia związane z gwarantowaniem emisji w prawie Unii Europejskiej, wskazuje na specyfikę klienta usługi gwarantowania emisji, a także rzeczowo poddaje krytyce ułomność regulacji unijnych wobec braku definicji pojęcia *underwritingu* czy plasowania z wiążącym zaangażowaniem.

W tej części poruszone zostały także zagadnienia dotyczące gwarantowania emisji w prawie polskim w tym definicja usługi gwarantowania emisji, porównanie subemisji i gwarantowania emisji, omówiono istotę usługi gwarantowania emisji, specyfikę klienta usługi gwarantowania emisji oraz mechanizm przejścia ryzyka powodzenia emisji i rozciągnięcia w czasie procesu plasowania.

Doktorant z powodzeniem poddaje krytyce wprowadzone a prawie krajowym regulacje dotyczące usunięcia art. 14a ust. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005 Nr 184 poz. 1539 z późn. zm.), wobec wadliwego wdrożenia przepisów prawa Unii Europejskiej w zakresie zakładów ubezpieczeń społecznych i funduszy inwestycyjnych.

Cenne są rozważania Autora, gdzie sięga on do doktryny prawa niemieckiego, omawiając niemiecki odpowiednik usługi gwarantowania emisji – *Emissionsgeschäft* oraz porównuje *Emissionsgeschäft* z usługą gwarantowania emisji uregulowanym w prawie polskim.

VIII. Podsumowując powyższą ocenę merytoryczną recenzowanej rozprawy doktorskiej, należy wskazać, że Autor stosuje trafne oceny i wyciąga prawidłowe wnioski. Doktorant prezentuje znaczącą wiedzę merytoryczną w podjętej tematyce oraz posiada umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, a przedstawiona do recenzji praca prezentuje bardzo wysoki poziom naukowy.

4. Strona warsztatowa pracy, wykorzystanie źródeł

Od strony warsztatowej dysertacja przygotowana została bardzo dobrze. Praca napisana jest w sposób czytelny, jasny i płynny, brak jest zbędnych powtórzeń. Na uwagę zasługuje zwięzły tok wywodów i syntetyczna prezentacja poszczególnych zagadnień. Rozprawa napisana jest poprawnym językiem prawniczym.

Na uwagę zasługuje obszerna bibliografia, która obejmuje 385 pozycji literaturowych oraz 22 pozycje wykorzystanego orzecznictwa. Pod względem merytorycznym źródła zostały poprawnie dobrane. Podkreślenia wymaga znaczny zasób regulacji o charakterze *soft law* jakże charakterystycznych dla prawnej regulacji rynku kapitałowego, który obejmuje 109 pozycji.

Strona dokumentacyjna pracy zasługuje na pozytywną ocenę. Starannie został opracowany aparat przypisów, które sporządzone są w sposób precyzyjny i przejrzysty. W recenzowanej pracy przypisy wypełniają swoją podstawową funkcję. W odniesieniu do poprawności językowej – w pracy zauważono niewielką liczbę błędów literowych (np. str.: 54, 56, 58, 63, 71, 75, 87, 209), zaznaczyć jednak trzeba, że nie wpływają one na ogólną ocenę pracy.

Należy wysoko ocenić zastosowane w pracy metody badawcze, przeprowadzenie rzetelnego wyводу prawniczego, wykorzystanie dorobku literatury przedmiotu oraz orzecznictwa sądowego. Doktorant w sposób umiejętny wykorzystuje dotychczasowy dorobek literatury przedmiotu dla przeprowadzenia własnego wyvodu.

Zaznaczyć trzeba, że Autor zachował właściwe proporcje pomiędzy poszczególnymi rozdziałami pracy, szczegółowe kwestie omawiane w poszczególnych częściach pracy zostały prawidłowo dobrane.

5. Konkluzja

Wskazać należy, iż przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska Pana mgr Mirosława Mateusza Kalisiaka, **stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną Kandydata w danej dyscyplinie naukowej (nauki prawne), a także potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej przez Kandydata.** Rozprawa ta spełnia kryteria określone w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 poz. 1668 z późn. zm.)

i może stanowić podstawę do podjęcia dalszych czynności w postępowaniu w sprawie nadania Kandydatowi stopnia doktora nauk prawnych.

Jednocześnie biorąc pod uwagę bardzo wysoki poziom merytoryczny recenzowanej rozprawy doktorskiej oraz niezwykłą staranność jej przygotowania, niniejszym **wnioskuje o uznanie jej za wyróżniającą.**
