

Uniwersytet Warszawski

Wydział Prawa i Administracji

Katedra Prawa i Postępowania Administracyjnego

mgr Michał Baldowski

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

Autoreferat rozprawy doktorskiej napisanej

pod kierunkiem prof. UW dr. hab. Marcina Dyla

Recenzenci:

prof. dr hab. Tomasz Sójka

dr hab. Mirosław Pawełczyk, prof. UŚ

Warszawa 2022

1. Uzasadnienie wyboru tematu pracy i obszaru badań

We współczesnej gospodarce coraz bardziej uwidacznia się zjawisko globalizacji rynków finansowych obejmujące międzynarodową integrację rynków kapitałowych¹. Jednym z efektów tej globalizacji jest rosnąca rywalizacja o zagranicznych emitentów toczona pomiędzy giełdami papierów wartościowych². To relatywnie nowe zjawisko zostało nazwane w literaturze „wyścigiem na szczyt” (*race to the top*)³. Głównym powodem, dla którego emitenci decydują się na wejście na zagraniczne rynki kapitałowe, jest możliwość uzyskania dostępu do zagranicznego kapitału⁴. Kapitał jest wysoce mobilny, dzięki czemu emitenci mogą go pozyskiwać poza rodzimym rynkiem⁵. Giełdy papierów wartościowych dążą zatem do przyciągnięcia jak największej liczby zagranicznych emitentów, oferując im atrakcyjny dostęp do kapitału, a także inne korzyści biznesowe⁶.

Zjawiskiem wpisującym się w powyższy trend jest *cross listing*, w polskiej literaturze częściej nazywany *dual listingiem* czy też notowaniem równoległym (krzyżowym). *Cross listing* 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. W literaturze ekonomicznej wskazuje się wiele korzyści płynących z notowania akcji na zagranicznych giełdach papierów wartościowych.

Emitenci, decydując się na *cross listing*, mogą zatem uzyskać dostęp do szerszej puli inwestorów i tym samym do dodatkowego kapitału po lepszej cenie, pozyskiwanego w szczególności poprzez oferty publiczne papierów wartościowych kierowane do inwestorów na wielu rynkach jednocześnie⁷. *Cross listing* skutkuje zatem rozszerzeniem grupy

¹ E.M. Kierska-Woźny, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, Kwart.Kol.Ekonom.-Społ. Studia i Prace 2012, nr 4, s. 185, <https://ssl-kolegia.sgh.waw.pl/pl/KES/czasopisma/kwartalnik/archiwum/Documents/EKierskaWozny12.pdf> (dostęp 4.06.2022).

² M. Pagano, A.A. Röell, J. Zechner, *The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?*, *The Journal of Finance* 2002, Vol. 57, nr 6, s. 2651; G.A. Karolyi, *The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom*, Columbus 2004, s. 2.

³ J.C. Coffee, Jr., *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, *Columbia Law Review* 2002, Vol. 102, nr 7, s. 1757.

⁴ *Ibidem*.

⁵ L.E. Ribstein, *Cross-Listing and Regulatory Competition*, *Review of Law & Economics* 2005, Vol. 1, nr 1, s. 98.

⁶ M. Pagano, A.A. Röell, J. Zechner, *op. cit.*, s. 2651.

⁷ M. Zolnierz, *Dual-Listed IPOs*, *Review of Banking & Financial Law* 2016, Vol. 36/65, s. 65; D.T. Ackerly, E.J. Pan, *Dual Listing Securities in Europe and the United States*, [w:] S. Bolton (ed.), *The Complete Guide to*

docelowych inwestorów poza państwo siedziby emitenta⁸. Ponadto zgodnie z powszechnym poglądem wyrażonym w literaturze ekonomicznej notowania równoległe mają pozytywny wpływ na wartość i wycenę emitenta⁹. Pomimo postępującej integracji rynków finansowych oraz rozwoju technologii związanych z obrotem giełdowym, które znacznie ułatwiają inwestowanie w zagraniczne papiery wartościowe, każdego roku wielu emitentów decyduje się na *cross listing*¹⁰.

Cross listing ma również istotne znaczenie dla integracji unijnych rynków kapitałowych. Pozwala bowiem emitentom z Unii Europejskiej (UE) na równoległy dostęp do szerokiej puli unijnych inwestorów na podstawie zharmonizowanych przepisów prawa, które regulują obrót instrumentami finansowymi. W konsekwencji ułatwia inwestowanie środków w papiery wartościowe podmiotów zagranicznych, co daje tym samym możliwość realizacji jednej z podstawowych zasad unijnego rynku kapitałowego, tj. swobody przepływu kapitału¹¹.

Należy przy tym podkreślić, że i polskie, i unijne przepisy dotyczące rynku kapitałowego w ograniczony sposób regulują sytuację prawną spółek cross listowanych oraz ich inwestorów. Skutkuje to licznymi wątpliwościami co do zakresu stosowania w przypadku takich podmiotów podstawowych instytucji prawa rynku kapitałowego, a także co do szczelności i skuteczności nadzoru administracyjnoprawnego nad nimi. To z kolei rodzi pytanie, czy obecny kształt regulacji prawnych obejmujących zjawisko *cross listingu* zapewnia inwestorom na rynku kapitałowym odpowiedni poziom ochrony. Szczególną rolę w tym zakresie odgrywają administracyjnoprawne mechanizmy rynku kapitałowego, których podstawowym celem jest zapewnienie bezpieczeństwa jego uczestnikom.

Wybór niniejszego tematu na przedmiot rozprawy doktorskiej jest uzasadniony istotnym praktycznym znaczeniem *cross listingu* dla światowego, unijnego i polskiego rynku

Listing on the London Stock Exchange, Royal Tunbridge Wells 2002, s. 2; S. Chaplinsky, L. Ramchand, *The Impact of Global Equity Offerings*, *The Journal of Finance* 2000, Vol. 55, nr 6, s. 2767–2768, 2787.

⁸ Teoretycznie możliwe jest notowanie równoległe spółki w państwach, z których żadne nie jest państwem macierzystym danej spółki. Podobnie możliwe jest notowanie równoległe w ramach jednego państwa, co zdarza się szczególnie często w Stanach Zjednoczonych, gdzie niektóre spółki decydują się na notowanie równoległe jednocześnie na NYSE i NASDAQ. Por. B. Beers, *Can Stocks Be Traded on More Than One Exchange?*, 18.08.2021,

<https://www.investopedia.com/ask/answers/05/stockmultipleexchanges.asp> (dostęp 4.06.2022).

⁹ N. Maier, *The market reaction of delisting a cross-listed position from the United States*, Amsterdam 2017, s. 1, <https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:0ErwEvkmZ4IJ:https://scripties.uba.uva.nl/download/%3Ffid%3D646055+%&cd=1&hl=pl&ct=clnk&gl=pl> (dostęp 4.06.2022).

¹⁰ O. Dodd, *Why Do Firms Cross-List Their Shares on Foreign Exchanges? A Review of Cross-Listing Theories and Empirical Evidence*, 29.05.2013, s. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2271371 (dostęp 4.06.2022).

¹¹ A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019, s. 85.

kapitałowego. Tymczasem mimo obecności od niemal dwóch dekad spółek cross listowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) *cross listing* nie doczekał się jeszcze żadnej monografii ani nawet kompleksowego artykułu naukowego. Nieliczne odniesienia do tego zjawiska pojawiają się w literaturze prawniczej raczej marginalnie i nie zawierają pogłębionej refleksji. Co ciekawe, *cross listing* nie cieszy się dużym zainteresowaniem również ze strony zagranicznej, europejskiej doktryny prawnej. Niemniej powstały na jego temat setki opracowań z zakresu nauk ekonomicznych, głównie amerykańskich, ale też europejskich, w tym polskich. Tak wielkie zainteresowanie ekonomistów *cross listingiem* świadczy o jego istotnym znaczeniu dla rynku kapitałowego.

Moja rozprawa doktorska ma zatem wypełnić istotną lukę badawczą w polskiej doktrynie prawa rynku kapitałowego i zachęcić 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*.

2. Przedmiot i cele rozprawy doktorskiej

Głównym przedmiotem rozprawy doktorskiej była 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 obejmowała zarówno podstawowe instytucje prawa rynku kapitałowego o charakterze administracyjnoprawnym lub elementach administracyjnoprawnych, jak i kwestie związane z nadzorem administracyjnym nad działalnością spółek cross listowanych. Pomocniczo w pracy dokonano również analizy natury prawnej zjawiska *cross listingu*, a także jego celów ekonomicznych.

W pracy wyprowadziłem i kompleksowo zbadałem zasadę ochrony inwestora na rynku kapitałowym. Posłużyła ona za punkt odniesienia dla oceny obowiązujących administracyjnoprawnych regulacji dotyczących *cross listingu*, a także jako narzędzie wskazujące kierunek wykładni przepisów.

Rozprawa doktorska miała na celu udowodnienie hipotezy badawczej zamykającej się w poniższym twierdzeniu:

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 celu weryfikacji powyższej hipotezy badawczej starałem się udzielić odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

1. Jaka jest natura prawna *cross listingu*?
2. Czy na gruncie obecnych regulacji możliwe jest wyróżnienie zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jako zasady prawa w znaczeniu dyrektywalnym?
3. Czy administracyjnoprawne instytucje prawa rynku kapitałowego w zakresie, w jakim odnoszą się do *cross listingu*, zapewniają inwestorom należyty poziom ochrony?
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?

Analiza powyższej hipotezy badawczej prowadziła do weryfikacji jej zasadności oraz sformułowania postulatów *de lege lata* i *de lege ferenda*. Ich celem jest wzmocnienie ochrony inwestora na rynku kapitałowym poprzez rozwiązania, które nie będą nakładały na spółki cross listowane dodatkowych obowiązków lub będą to robić w minimalnym zakresie, koniecznym dla osiągnięcia celu.

3. Metoda badawcza

Dla potrzeb rozprawy posłużyłem się metodą formalno-dogmatyczną, a także – uzupełniająco – ekonomiczną analizą prawa. Pierwsza z nich jest właściwa dla analizy treści polskich oraz unijnych przepisów prawa związanych z *cross listingiem*. Z kolei zastosowanie ekonomicznej analizy prawa uzasadnione jest nierozzerwalnym związkiem ekonomicznej decyzji o *cross listingu* z otoczeniem regulacyjnym. Tym samym ekonomiczna analiza prawa

pozwała ocenić efektywność istniejących rozwiązań prawnych w zestawieniu z rozwiązaniami alternatywnymi, postulowanymi w rozprawie.

Poza analizą tekstów prawnych posłużyłem się w pracy dorobkiem polskiego piśmiennictwa prawniczego (ze szczególnym uwzględnieniem zarówno klasycznej, jak i współczesnej doktryny prawa administracyjnego), a także orzecznictwem. Pomocniczo sięgnąłem również do dorobku zagranicznej literatury prawniczej i ekonomicznej, zwłaszcza w zakresie analizy ekonomicznych powodów decyzji o *cross listingu*. Wykorzystałem również analizę prospektów spółek cross listowanych zatwierdzonych przez Komisję Nadzoru Finansowego („KNF”) w związku z ofertą publiczną akcji lub ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym. Ich uwzględnienie w pracy jest uzasadnione, ponieważ stanowią one praktyczne odzwierciedlenie problemów związanych z aktualnym stanem regulacji w zakresie *cross listingu*.

4. Konstrukcja rozprawy doktorskiej

Praca podzielona została na cztery rozdziały. Rozdział 1, o charakterze wprowadzającym, ma na celu przede wszystkim wyjaśnienie prawnej natury zjawiska *cross listingu*, a także korzyści, jakie niesie dla jego opisanie koncepcja sytuacji administracyjnoprawnej. Znajdują się w nim również uwagi terminologiczne, a także rozgraniczenie administracyjnoprawnych i prywatnoprawnych aspektów *cross listingu*. Część tego rozdziału została poświęcona analizie ekonomicznych powodów decyzji emitentów o *cross listingu*. Na jego końcu wskazano różnice pomiędzy „klasycznym” *cross listingiem* a *cross listingiem* przy użyciu kwitów depozytowych, ze szczególnym uwzględnieniem amerykańskich kwitów depozytowych.

Drugi rozdział pracy obejmuje kompleksową analizę pojęcia „ochrony inwestora na rynku kapitałowym” i zakreśla jego ramy prawne. W pierwszej kolejności wyjaśniono zatem pojęcie „rynku kapitałowego” oraz samo pojęcie „inwestora”. W dalszej części tego rozdziału omówiono rolę, jaką odgrywa ochrona inwestora jako jeden z głównych celów regulacyjnych prawa rynku kapitałowego, oraz jej relację z efektywnością rynku kapitałowego. Na końcu rozdziału podjąłem próbę udowodnienia hipotezy, zgodnie z którą ochrona inwestora stanowi jedną z podstawowych zasad prawa rynku kapitałowego.

Rozdział 3, stanowiący główną część pracy, zawiera szczegółową analizę administracyjnoprawnych aspektów *cross listingu* w oparciu o poszczególne instytucje prawa

rynku kapitałowego. Jako pierwsze zostały przeanalizowane administracyjnoprawne aspekty obrotu pierwotnego, czyli oferta publiczna akcji oraz dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym. Następnie odniosłem się do zagadnień związanych ze strukturą organizacyjną obrotu wtórnego, ze szczególnym uwzględnieniem roli Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych („KDPW”). W dalszej części podjąłem kwestie związane z obowiązkami informacyjnymi spółek cross listowanych, a także z nabywaniem znacznych pakietów akcji w takich podmiotach. Kolejną instytucją prawa rynku kapitałowego poddaną szczegółowej analizie w rozdziale 3 zostały wezwania do zapisywania się na sprzedaż albo zamianę akcji. Na koniec omówiono administracyjnoprawne aspekty wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym.

W ostatnim, 4 rozdziale pracy dokonałem analizy zagadnień związanych z administracyjnoprawnymi aspektami *cross listingu* z perspektywy organów administracji publicznej. W pierwszej kolejności omówiłem rolę nadzoru administracyjnego dla zjawiska *cross listingu*. Następnie podjąłem kwestię współpracy organów administracji publicznej oraz koordynacji dla tego zjawiska. Analiza ta miała na celu wykazanie szczególnego związku, jaki zachodzi w tym zakresie pomiędzy nadzorem administracyjnoprawnym a współpracą i koordynacją.

5. Wnioski

Analiza dokonana w rozprawie pozwoliła odpowiedzieć na pytanie badawcze dotyczące natury prawnej *cross listingu*. Wypełnia on cechy zjawiska prawnego, wywołując określone skutki prawne zarówno dla emitenta, jak i inwestorów. Ponadto przeprowadzona przeze mnie analiza wykazała, że do badania administracyjnoprawnych aspektów *cross listingu* przydatne może być posłużenie się pojęciem „sytuacji administracyjnoprawnej”. Zastosowanie tego pojęcia pozwala bowiem na szerokie zobrazowanie całokształtu administracyjnoprawnych regulacji dotyczących *cross listingu* oraz ich skutków, zarówno z punktu widzenia spółek cross listowanych, jak i inwestorów.

Przeprowadzona w rozprawie analiza teorii ekonomicznych wyjaśniających powody *cross listingu* prowadzi do konkluzji, że przeprowadzone przez ekonomistów badania empiryczne nie dają jednoznacznych odpowiedzi na pytanie, czy zapewnia on korzyści spółce oraz jej inwestorom. Można przypuszczać, że dalszy rozwój technologiczny i postępująca integracja rynków finansowych doprowadzi w przyszłości do spadku znaczenia *cross listingu*.

W rozprawie wykazałem, że na gruncie obecnych regulacji możliwe jest wyróżnienie zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jako zasady prawnej w znaczeniu dyrektywalnym. Zasada ta spełnia bowiem kryteria zasady prawnej przedstawione w doktrynie. 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.

Praktyczną konsekwencją istnienia zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym jest konieczność stosowania jej na etapie wykładni przepisów prawa. Oznacza to, że w przypadku zaistnienia określonych wątpliwości interpretacyjnych zawsze należy wybierać rozwiązanie, które w większym zakresie zapewni ochronę inwestorom, także na etapie stosowania prawa przez organy administracji publicznej. Ponadto prawodawca powinien się kierować zasadą ochrony inwestora również na etapie tworzenia nowych regulacji prawnych oraz kształtowania instytucji i treści merytorycznych norm zawartych w systemie prawnym.

Powyższa zasada niemniej podlega pewnym ograniczeniom, które wynikają z innych wartości chronionych przez normy prawa rynku kapitałowego. W szczególności granicę zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym stanowi jego efektywność ekonomiczna¹². W praktyce zatem zarówno na etapie tworzenia, wykładni, jak i stosowania prawa, kierując się zasadą ochrony inwestora, należy zawsze mieć na uwadze również skutek, jaki zastosowanie tej zasady wywrze na efektywność rynku kapitałowego. W sytuacji gdyby wybór rozwiązania zwiększającego ochronę inwestora prowadził do zachwiania efektywności rynku kapitałowego, należy wybrać inne rozwiązanie.

Przeprowadzona 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*. Szczegółowej analizie poddałem przepisy dotyczące oferty publicznej oraz dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym, struktury organizacyjnej obrotu wtórnego, obowiązków informacyjnych, wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji oraz wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym.

¹² T. Sójka, *Zasady odpowiedzialności prospektowej...*, s. 39.

Z analizy przepisów dotyczących oferty publicznej oraz dopuszczenia na rynku regulowanym wynika, że normy obowiązujące w unijnym i polskim porządku prawnym tworzą administracyjnoprawne mechanizmy, które w istotny sposób ułatwiają i zmniejszają koszt przeprowadzania *cross listingu* na terytorium UE. Najistotniejszą rolę w tym zakresie odgrywają unijny mechanizm jednolitego paszportu, brak dodatkowych obowiązków nakładanych na spółki cross listowane w zakresie dopuszczenia ich akcji do obrotu na rynku regulowanym, a także możliwość sporządzenia prospektu na potrzeby *cross listingu* w języku angielskim. Rozwiązania te zasługują na aprobatę, bo nie tylko zapewniają emitentom (także pochodzącym z państw trzecich) szeroki dostęp do kapitału inwestorów z UE, ale też dają inwestorom możliwość łatwego i szybkiego lokowania kapitału w zagraniczne spółki.

Jednocześnie trzeba zauważyć, 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 (z perspektywy inwestorów zagranicznych). Choć w mojej ocenie 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 się, że właściwe organy nadzoru nie zawsze prawidłowo egzekwują takie obowiązki, w szczególności nie zwracają wystarczającej uwagi na to, czy ryzyka specyficzne dla spółek notowanych krzyżowo są w nim ujawnione w sposób wyczerpujący i zrozumiały. Dlatego w rozprawie wysunąłem postulat wypracowania przez ESMA wytycznych, których przedmiotem byłby zakres informacji, jaki powinien zostać ujęty w rozdziale „czynniki ryzyka” prospektu przez spółki cross listowane.

Analiza przepisów ustawy o ofercie publicznej¹³ (**u.o.p.**) prowadzi do wniosku, że 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

¹³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2021 r., poz. 1983).

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 wysunąłem postulat *de lege ferenda* rozszerzenia 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.

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. Rozszerzenie takich obowiązków również o bieżącą działalność spółek cross listowanych, pozwoliłoby lepiej zabezpieczać interesy inwestorów i uszczelnić nadzór nad spółkami cross listowanymi.

Z punktu widzenia obrotu wtórnego prawidłowe funkcjonowanie Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych („CDPW”) na kluczowe znaczenie dla spółek cross listowanych. Unijne przepisy regulujące działalność CDPW, w tym Rozporządzenie CSDR¹⁴, stwarzają prawne ramy, które pozwalają na efektywny kosztowo i bezpieczny transgraniczny obrót akcjami. Szczegóły dotyczące zasad, na jakich odbywa się obrót wtórny akcjami spółek cross listowanych, są przedmiotem zainteresowania doktryny prawa cywilnego. Jej przedstawiciele już wiele lat temu zidentyfikowali pewne problemy prawne związane z obrotem wtórnym akcjami spółek notowanych krzyżowo, które do dzisiaj nie zostały rozwiązane.

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

¹⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w UE i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (Dz.Urz.UE L Nr 257, 28.08.2014, s. 1–72).

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/WE¹⁵. Przepisy przewidują ponadto możliwość uznawania obowiązków informacyjnych uregulowanych w porządkach państw trzecich za równoważne, co może zachęcać emitentów z siedzibą w państwie trzecim do cross listowania w UE. Na aprobatę zasługuje również 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. Rozwiązanie to prowadzi bowiem do zmniejszenia asymetrii informacyjnej pomiędzy inwestorami na różnych rynkach, co w efekcie poprawia poziom ich ochrony.

Z analizy obowiązków związanych z ujawnianiem informacji poufnych w zakresie spółek cross listowanych można wysnuć wniosek, że ustawodawca unijny w Rozporządzeniu MAR¹⁶ nie ukształtował w sposób autonomiczny sytuacji takich 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 należy wysunąć postulat *de lege ferenda* wprowadzenia reguł, które pozwalałyby wskazać jeden właściwy organ w przypadku transgranicznego naruszenia obowiązków informacyjnych.

Następnie przeprowadziłem analizę przepisów unijnych oraz krajowych, które normują transgraniczne aspekty ofert przejęcia i mają zastosowanie do spółek cross listowanych. Przepisy te należy ocenić krytycznie z punktu widzenia zarówno pewności

¹⁵ Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz.UE L Nr 390, 31.12.2004, s. 38–57).

¹⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz.UE L 173, 12.6.2014, s. 1–61).

prawa, jak i poziomu ochrony zapewnionej inwestorom mniejszościowych. Do najpoważniejszych mankamentów przyjętych rozwiązań należy zaliczyć szczerkowe 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/WE¹⁷, trudności z odróżnieniem spraw z zakresu prawa spółek od spraw z zakresu prawa papierów wartościowych, a także luki prawne występujące na gruncie obecnych unormowań.

W zakresie nieprawidłowej implementacji art. 4 ust. 2 lit. e) Dyrektywy 2004/25/WE, polegającej na ograniczeniu polskiej regulacji wezwań wyłącznie do tych, które są przeprowadzane na terytorium RP, wysunięto 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 należy ocenić brak zapewnienia w Dyrektywie 2004/25/WE harmonizacji sankcji nakładanych w przypadku naruszenia krajowych regulacji implementujących jej przepisy¹⁸. Tak ogólne określenie wytycznych związanych z sankcjami za naruszenia przepisów dotyczących ofert przejęcia skutkuje znacznym zróżnicowaniem porządków prawnych w ramach UE w tym zakresie, co może prowadzić do ich zróżnicowanej efektywności, a w konsekwencji do obniżenia poziomu ochrony inwestorów mniejszościowych.

Dyrektywa 2004/25/WE zawiera również lukę prawną polegającą na braku możliwości zastosowania jej przepisów do spółek publicznych z siedzibą w Europejskim Obszarze Gospodarczym („EOG”), w sytuacji gdy dana spółka została utworzona w państwie trzecim, a następnie przeniosła siedzibę statutową do państwa członkowskiego EOG, w którym obowiązuje teoria inkorporacji¹⁹. Ponadto możliwe jest zaistnienie odwrotnej luki prawnej, polegającej na tym, że spółka publiczna z siedzibą poza EOG objęta jest przepisami Dyrektywy 2004/25/WE, ale na podstawie mających do niej zastosowanie przepisów krajowych państwa członkowskiego, których obowiązywanie uwarunkowane jest

¹⁷ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz.UE L Nr 142, 30.04.2004, s. 12–23).

¹⁸ A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016, s. 178.

¹⁹ *Ibidem*.

umieszczeniem siedziby statutowej emitenta w państwie członkowskim, *de facto* nastąpi wyłączenie jej spod tej regulacji. Postulatem *de lege ferenda* w tym zakresie jest dokonanie stosownej nowelizacji Dyrektywy 2004/25/WE, tak aby pokrywała ona powyższe dwie sytuacje.

Krytycznie należy ocenić 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. Wydaje się, że na gruncie obowiązującej regulacji istnieją silniejsze argumenty, aby zająć odwrotne stanowisko. Niezależnie od tego postulatem *de lege ferenda* jest przesądzenie przez ustawodawcę tej kwestii wprost, ponieważ, jak pokazuje praktyka rynkowa, zagadnienie to budzi poważne wątpliwości wśród emitentów z siedzibą w państwach trzecich, którzy dopuścili swoje akcje do obrotu na polskim rynku regulowanym.

Uważam, że *de lege ferenda* należy postulować wprowadzenie do u.o.p. norm kolizyjnych, które pozwoliłyby rozwiązać problem równoległego stosowania prawa polskiego i prawa państwa trzeciego dotyczącego ofert przejęcia spółek publicznych na wzór rozwiązań szwajcarskich, tj. dałyby możliwość zastosowania przez organy prawa krajowego norm prawa obcego, w przypadku gdy zapewniają one przynajmniej równy poziom ochrony inwestorów.

Ponadto przyjęte w Dyrektywie 2004/25/WE (odzwierciedlone w art. 90a ust. 2 u.o.p.) kryterium podziału kompetencji poszczególnych organów nadzoru w zależności od kwestii zaliczanych do statutu prawa spółek i statutu prawa papierów wartościowych nie jest całkowicie jasne, co może w efekcie prowadzić do sporów kompetencyjnych w przypadku ofert przejęcia dotyczących spółek cross listowanych. W tym zakresie na aprobatę zasługuje postulat kierowania się, w przypadku kolizji przepisów materialnoprawnych, regułami najkorzystniejszymi dla inwestorów w każdym z państw, gdzie wezwanie się odbywa, natomiast w zakresie przepisów czysto proceduralnych – stosowania przepisów państwa, w którym wezwanie się odbywa. Postulat ten opiera się na wykorzystaniu zasady ochrony inwestora na rynku kapitałowym, poprzez stosowanie wykładni prawa, która w maksymalnym możliwym stopniu ma chronić inwestora.

W dalszej kolejności przeanalizowałem przepisy dotyczące administracyjnoprawnych aspektów *delistingu*. W związku z ostatnią nowelizacją ustawodawca uchylił zasady związane z administracyjnoprawnymi mechanizmami dobrowolnego *delistingu* akcji polskich spółek

cross listowanych. W efekcie literalna wykładnia obowiązujących przepisów prowadzi do wniosku, że polska spółka cross listowana nie może złożyć wniosku o wycofanie z obrotu wyłącznie akcji dopuszczonych do obrotu w Polsce, a wniosek ten musi obejmować wszystkie rynki, na których dopuszczone są akcje takiej spółki. W związku z tym wysunięty został postulat *de lege ferenda* jak najszybszego uregulowania przez ustawodawcę zasad związanych z administracyjnoprawnymi mechanizmami dobrowolnego *delistingu* akcji polskich spółek cross listowanych, tak jak to miało miejsce na gruncie poprzedniego stanu prawnego.

Należy ponadto rozważyć modyfikację 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, zamiast, jak obecnie, na koniec drugiego dnia po ogłoszeniu wezwania.

Przeprowadzona analiza pozwala stwierdzić, że fakt notowania akcji spółki równoległe na kilku rynkach jednocześnie wywołuje określone skutki prawne, z których część jest negatywna dla inwestorów. Negatywne skutki wynikają zarówno z niewystarczającego poziomu uregulowania zjawiska *cross listingu*, luk prawnych w istniejących przepisach, jak i dotychczasowej praktyki organów nadzoru. 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 w tym rozdziale rozwiązań można ocenić pozytywnie, ułatwiają one bowiem *cross listing*, w szczególności w UE.

Ostatni rozdział pracy dotyczył roli nadzoru administracyjnego oraz współpracy i koordynacji organów nadzoru w związku z *cross listingiem*. Przeprowadzona analiza prowadzi do konkluzji, że skuteczny i efektywny nadzór nad spółkami cross listowanymi jest niezbędny dla zapewnienia inwestorom odpowiedniego poziomu ochrony. Równocześnie transgraniczny charakter *cross listingu* stawia przed organami administracji publicznej liczne wyzwania związane z wykonywaniem nadzoru nad działalnością spółek cross listowanych.

Transgraniczny i ekstraterytorialny charakter nadzoru nad spółkami cross listowanymi sprawia, że elementem niezbędnym do jego skutecznego i efektywnego sprawowania jest dostęp do pełnej (obejmującej zagraniczne zdarzenia) informacji dotyczącej działalności nadzorowanego podmiotu, zwłaszcza dokonanych przez niego naruszeń obowiązujących przepisów prawa, oraz możliwość prowadzenia postępowania dowodowego, w tym wykonywania czynności procesowych za granicą.

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. Organ nadzoru państwa siedziby spółki cross listowanej powinien zatem ściśle współpracować z właściwymi organami nadzoru państw przyjmujących, a także z innymi organami, jeżeli pod ich jurysdykcją znajduje się nadzorowana spółka cross listowana. Można nawet stwierdzić, że współpraca poszczególnych organów nadzoru jest warunkiem *sine qua non* skutecznego nadzoru nad spółkami cross listowanymi. Dlatego szczegółowe uregulowanie obowiązku współpracy w unijnych aktach prawnych z zakresu prawa rynku kapitałowego należy oceniać pozytywnie. Biorąc pod uwagę, jak istotny dla zapewnienia bezpieczeństwa inwestorom jest nadzór administracyjny nad rynkiem kapitałowym, trzeba w pełni zaaprobować rozwiązania, które zapewniają skuteczność i poprawę efektywności nadzoru.

Należy przy tym podkreślić istotną rolę współpracy z organami nadzoru pochodzącymi z państw trzecich dla zapewnienia skutecznego nadzoru nad spółkami cross listowanymi. Współpraca ta odbywa się na podstawie porozumień administracyjnych, których KNF zawarła do tej pory kilkadziesiąt.

Niemniej wątpliwości może budzić relatywnie mało istotna rola koordynacji Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych („ESMA”) w zakresie sprawowania przez poszczególne organy administracji nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Celem koordynacji jest harmonizowanie działań organów administracji, co w przypadku nadzoru nad spółkami cross listowanymi mogłoby wyraźnie poprawić jego jakość i tym samym prowadzić do podwyższenia poziomu ochrony inwestorów na rynku kapitałowym.

Odpowiadając zatem na ostatnie pytanie badawcze, należy uznać, że w obecnym kształcie nadzór nad spółkami cross listowanymi nie jest w pełni skuteczny i efektywny.

Wynika to przede wszystkim z istniejących luk prawnych skutkujących brakiem możliwości zastosowania przez KNF niektórych środków nadzoru wobec spółek cross listowanych. Jednocześnie trzeba zaznaczyć, że uwypuklona w przepisach prawa unijnego rola transgranicznej współpracy sprzyja poprawie jakości nadzoru nad spółkami cross listownymi. Wątpliwości może jednak budzić mała rola koordynacji sprawowanej przez ESMA, wobec czego należy postulować jej wzmocnienie.

Przeprowadzony wywód potwierdza wysuniętą hipotezę badawczą, że obowiązujące regulacje prawa polskiego i unijnego w zakresie, w jakim normują one administracyjnoprawne aspekty *cross listingu*, nie są w pełni zgodne z zasadą ochrony inwestora na rynku kapitałowym. W rezultacie sytuacja administracyjnoprawna spółek cross listowanych i ich inwestorów jest gorsza niż sytuacja administracyjnoprawna spółek publicznych notowanych na jedynym rynku regulowanym oraz ich inwestorów.

Wysunięte przeze mnie w toku pracy postulaty *de lege lata* i *de lege ferenda* mają na celu podwyższenie poziomu ochrony inwestorów spółek cross listowanych, tak aby był on równy poziomowi ochrony spółek publicznych notowanych na jednym rynku regulowanym. Proponując powyższe rozwiązania, jednocześnie kierowałem się tym, aby nie nakładały one na spółki cross listowane dodatkowych obowiązków lub czyniły 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.

Na aprobatę z pewnością zasługują liczne administracyjnoprawne mechanizmy wprowadzone przez ustawodawcę unijnego, które ułatwiają *cross listing* na rynkach kapitałowych UE. Mechanizmy te zmniejszają koszt oraz przyspieszają przeprowadzenie oferty publicznej lub dopuszczenie papierów wartościowych na zagranicznych rynkach, a także upraszczają wymogi regulacyjne wynikające ze statusu spółki publicznej w więcej niż jednym państwie członkowskim. Takie rozwiązania wspierają integrację rynków kapitałowych państw członkowskich i przyczyniają się do urzeczywistnienia idei unii rynków kapitałowych.