

Warszawa, 05.08.2024

**Szanowny Pan
dr hab. Jacek Przygodzki, prof. UWr
Przewodniczący Rady Dyscyplin Naukowych Nauki
Prawne oraz Ekonomia i Finanse
Uniwersytet Wrocławski**

Szanowny Panie Dziekanie,

bardzo dziękuję za powołanie mnie na recenzenta w postępowaniu doktorskim mgr Doroty Wieczorkowskiej.

Załączam recenzję i pozostałe dokumenty.

Z poważaniem,

Artur Nowacki

dr hab. Artur Nowacki, prof. UW
Katedra Prawa Handlowego
Wydział Prawa i Administracji
Uniwersytet Warszawski

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Doroty Wieczorkowskiej pt.
"Stosunek prawny pomiędzy emitentem a uprawnionym z obligacji
hybrydowych w prawie polskim", Wrocław 2024, ss. 219, dla potrzeb
postępowania w sprawie nadania stopnia doktora nauk społecznych w
dyscyplinie nauki prawne prowadzonego na Wydziale Prawa,
Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego

I. Wybór tematu rozprawy

Nie mam wątpliwości co do trafności wyboru przedmiotu rozprawy. Problematyka obligacji, a w szczególności obligacji hybrydowych, jest bardzo istotna praktycznie. Obecnie także w Polsce obserwujemy spadek roli finansowania gospodarki przez banki. Jest to pochodną coraz dalej idących wymagań kapitałowych i innych narzucanych bankom. Stwarza to miejsce dla innych form finansowania gospodarki. Wśród nich istotną rolę odgrywają i będą w przyszłości odgrywać obligacje, tak te emitowane publicznie, jak i te emitowane prywatnie. Nie są one też bez znaczenia z perspektywy otwarcia nowych możliwości inwestycyjnych dla inwestorów dywersyfikujących swój portfel o lokaty o innych charakterze ryzyka. Z tym zjawiskiem gospodarczym nie koresponduje niestety odpowiednie zainteresowanie ze strony nauki prawa, chociaż zainteresowanie to wzrasta. O tym ostatnim mogę epizodycznie zaświadczyć poprzez powołanie faktu, że nie jest to pierwsza recenzowana przeze mnie praca poświęcona problematyce obligacji. Co ważne, mimo dojmująco praktycznego charakteru tej problematyki, rodzi ona także wiele problemów o charakterze teoretycznym. Nie można więc dopuścić do tego, aby praktyka obrotu została w tym zakresie pozostawiona całkowicie sama sobie i recenzowana praca wypełnia tutaj istotną lukę.

Na trafność sposobu określenia tematu rozprawy wskazuje także fakt, że Doktorantka zamknęła pracę w racjonalnych ramach objętościowych.

Inną sprawą jest dokonany przez nią wybór kwestii, na których zdecydowała się ona skupić swoją uwagę w pracy. Przyznam, że byłbym zwolennikiem raczej pominięcia tych kwestii, które nie są specyficzne dla obligacji hybrydowych i dotyczą obligacji w ogólności. Dałoby to z kolei szansę na pogłębienie rozważań dotyczących kwestii specyficznych dla obligacji hybrydowych. Myślę, że takie ograniczenie zakresu rozprawy, chociaż mogłoby się wydawać ryzykowne, byłoby dla każdego recenzenta zrozumiałe. Doktorantka wybrała jednak, do czego miała pełne prawo, takie określenie przedmiotu rozprawy, w którym omawia ona problematykę obligacji hybrydowych w sposób całościowy, mając na celu stworzenie kompletnej zakresowo analizy takich obligacji, poczynając od problemu nawiązania stosunku prawnego obligacji i zdolności emisyjnej aż po problematykę treści tego stosunku i zmian podmiotowych w tym stosunku.

II. Konstrukcja rozprawy. Metoda.

Rozprawa podzielona jest na wstęp, cztery rozdziały oraz wnioski. Analiza kwestii specyficznych dla obligacji hybrydowych, poza rozdziałem IV, który dotyczy wyłącznie takich kwestii, została równomiernie rozproszona po pozostałych rozdziałach.

Tylko dla porządku dodam więc tutaj, że rozdział I poświęcony jest zagadnieniom wprowadzającym. W rozdziale tym Doktorantka wyjaśnia pojęcie stosunku prawnego (skoro praca dotyczy stosunku prawnego między emitentem a uprawnionym z obligacji hybrydowych), a także pojęcie obligacji hybrydowej. To ostatnie jest kluczowe, skoro nie mówimy o pojęciu ustawowo zdefiniowanym a wpływa ono na zakres pracy.

Rozdział II jest poświęcony podmiotom stosunku prawnego obligacji hybrydowych a rozdział III treści i przedmiotowi stosunku prawnego tych obligacji. W ramach rozdziału III Doktorantka przedstawiła nazwane typy obligacji hybrydowych (według niej są to: obligacje zamienne, z prawem pierwszeństwa, partycypacyjne, wieczyste, podporządkowane, kapitałowe) a rozdział IV poświęciła nienazwanym typom tych obligacji. W tym rozdziale przedstawiła ona odwrócone obligacje zamienne, obligacje przymusowo zamienne, obligacje wymienne i przymusowo wymienne, a także obligacje zamienne na udziały w spółce z o.o.

Bardzo czytelny jest rozdział podsumowujący, gdzie Doktorantka rozbija swoje główne wnioski na poszczególne punkty. Co ważne, Doktorantka odnosi się tutaj krótko i precyzyjnie do wszystkich postawionych przez siebie w pracy tez głównych i pomocniczych. Nie zapomina więc Ona w toku swojej pracy, jak to się czasami zdarza, o tezach postawionych przez siebie we wstępie.

Struktura rozprawy jest jasna, uporządkowana. Nie miałem żadnych problemów, aby już na podstawie samego spisu treści odnaleźć w rozprawie rozważania na określony temat.

Również język pracy jest staranny, czytelny, aczkolwiek Doktorantka, jak to bywa w obszernych pracach, nie ustrzegła się oczywiście usterek językowych (np. "dalekoidący wpływ").

Jeśli chodzi o styl pisania Doktorantki dodam jeszcze, że największą jego wadą jest dla mnie występująca w szeregu miejscach pewna niekonkluzywność pracy. Doktorantka przedstawia więc różne występujące już w doktrynie stanowiska a czytelnik ma trudność w ustaleniu czy są one zbieżne z Jej oceną prawną, względnie ma wrażenie, że Doktorantka aprobeuje pewne stanowisko, czemu kilka stron dalej Doktorantka jednak przeczy. Sprawia to wrażenie jakby stanowisko Doktorantki w niektórych kwestiach ewoluowało w toku pisania pracy. Nie jest to niczym złym, powinno to jednak skutkować konsekwentnie dla całości tekstu.

Dla zwolenników bardziej klasycznych prac prawniczych pewnym minusem mogłoby być również mocno ekonomiczne nastawienie Doktorantki, co przebija się do języka pracy np. poprzez liczne odwołania, w ujęciu podmiotowym, do "przedsiębiorstw" (finansowanie przedsiębiorstw, koszty ponoszone przez przedsiębiorstwo itd.). Osobiście nie uważam tego jednak za minus, chyba że wpływa to w niektórych miejscach na rozumowanie Doktorantki.

Metodą stosowaną w rozprawie jest, jak wskazuje sama Doktorantka we wprowadzeniu, metoda badań dogmatycznych. Można dodać, z zastosowaniem w szczególności, na co Doktorantka kładzie silny nacisk, wykładni funkcjonalnej. Nacisk ten, ze względu na problematykę pracy, w pełni zasługuje na aprobatę. Na plus, o czym będzie jeszcze mowa, należy tutaj Doktorantce zaliczyć dobre rozumienie kontekstu ekonomicznego analizowanych zagadnień. Szkoda natomiast, że swojej praktycznej znajomości tej problematyki Doktorantka nie wykorzystała dla szerszego przeprowadzenia i następnie przedstawienia wyników badań empirycznych polskiej czy obcej praktyki dotyczącej obligacji hybrydowych (za wyjątkiem

jedynie wskazania przez Nią na wykształcone w praktyce obcej typy nienazwanych obligacji hybrydowych). Szkoda także, że nie dokonała Ona szerszej analizy prawnoporównawczej, szczególnie z odwołaniem do regulacji z bardziej rozwiniętych rynków obligacji. Można tu niewątpliwie widzieć straconą szansę, tym bardziej że rynek obligacji hybrydowych w Polsce w dużej mierze dopiero raczkuje.

III. Zawartość rozprawy

Podstawowym celem rozprawy jest według Doktorantki dokonanie z perspektywy nauk prawnych kompleksowego opisu i przeprowadzenie szczegółowej analizy stosunków prawnych, jakie powstają w wyniku emisji poszczególnych typów obligacji hybrydowych pomiędzy emitentem a obligatariuszem w ujęciu prawa polskiego.

W związku z tym Doktorantka sformułowała trzy wstępne tezy badawcze, których prawdziwość potwierdziła następnie w pracy.

Pierwsza teza zakłada, że obligacje hybrydowe są rodzajem dłużnego papieru wartościowego, który ze względu na szczególne ukształtowanie obowiązków emitenta (chciałoby się dodać, że w niektórych przypadkach także ze względu na ukształtowanie jego praw jak w przypadku odwróconych obligacji zamiennych), upodabnia, co najmniej potencjalnie, sytuację prawną obligatariusza do sytuacji prawnej wspólnika. Być może analiza tej tezy mogłaby zostać wzmocniona umieszczeniem na skali między finansowaniem dłużnym a finansowaniem kapitałowym innych instrumentów niż obligacje hybrydowe jak np. nieistniejących już w praktyce obrotu świadectw założycielskich lub użytkowych czy udziałów z tzw. odsetkami budowlanymi.

Doktorantka proponuje uznać za obligację hybrydową obligację, w której przypadku sytuacja prawna obligatariusza, rozumiana jako zakres jego praw i obowiązków oraz ponoszonego przez niego ryzyka, jest jakościowo - w mniejszym lub większym stopniu - podobna do sytuacji osób zaangażowanych w spółkę kapitałową. Podobnie w innym miejscu określa Ona obligację hybrydową jako obligację, w której sytuacja obligatariusza jest podobna lub może stać się podobna do sytuacji prawnej podmiotu będącego wspólnikiem emitenta. Wszystko to m.zd. wymagałoby ponadto wyraźnego wskazania przez Doktorantkę także kluczowych cech pozycji wspólnika, odróżniających tę pozycję od pozycji obligatariusza obligacji prostej czy innego finansującego poprzez dług. Cechy te można w każdym razie próbować wywieść z podawanych przez Doktorantkę przykładów obligacji hybrydowych. Byłyby to więc: a) dysponowanie uprawnieniami korporacyjnymi w emitencie, b) uzależnienie uczestnictwa w majątku

emitenta od jego wyniku finansowego, c) bezterminowy charakter finansowania, i d) podporządkowanie wierzytelności względem wierzytelności innych wierzycieli.

Polemicznie w stosunku do Doktorantki zauważę, że nie w odniesieniu do wszystkich tych cech zostałem przez Doktorantkę przekonany. Po pierwsze, prawo zna przypadki, w których uczestnictwo wspólnika w majątku podmiotu nie zależy od wyniku testu bilansowego, a więc w szczególności od wyniku finansowego tego podmiotu (jego zysku czy straty), a zależy jedynie od wyniku testu płynnościowego.

Po drugie, charakterystyczne dla finansowania kapitałowego podporządkowanie wynika "aż" i jedynie z braku istnienia wierzytelności wobec podmiotu finansowanego przez kapitał aż do momentu wykreowania tej wierzytelności w drodze stosownych aktów korporacyjnych tego podmiotu, dokonanych przy spełnieniu określonych przesłanek (np. podjęcie uchwały o wypłacie dywidendy w sytuacji istnienia w szczególności odpowiedniej sumy dywidendowej).

Po trzecie, dopiero uzależnienie powstania wierzytelności przy finansowaniu kapitałowym od dokonania określonych aktów korporacyjnych wprowadza też następczo powoływaną przez Doktorantkę bezterminowość tego finansowania, skoro jako finansujący przez kapitał w zasadzie nie możemy być pewni czy stosowne akty korporacyjne, kreujące naszą wierzytelność w stosunku do podmiotu finansowanego poprzez kapitał, będą, w świetle ustawowo określonych wymagań dla ich dokonania, mogły zostać dokonane i czy zostaną one wtedy dokonane.

Po czwarte, podporządkowanie względem wierzycieli jest wprawdzie charakterystyczne dla finansowania kapitałowego, ale może przecież występować także przy finansowaniu dłużnym (jako podporządkowanie umowne czy podporządkowanie strukturalne względem innych wierzycieli, finansowanie niezabezpieczone rzeczowo w sytuacji istnienia zabezpieczeń rzeczowych przysługujących innym wierzycielom, zaspokojenie wierzycieli osobistych upadłego według kategorii zaspokojenia). O hybrydowości finansowania z tej perspektywy powinniśmy m.zd. mówić dopiero, gdy w określonych okolicznościach prawa finansującego wobec podmiotu przez niego finansowanego nie tylko, że muszą ustąpić prawom innych wierzycieli (występuje więc określona kolejność zaspokajania wierzycieli przez ten podmiot lub z jego majątku), ale i mogą one całkowicie lub częściowo wygasnąć bez zaspokojenia wobec sytuacji płynnościowej lub bilansowej podmiotu finansowanego.

Tym, co według mnie odróżnia finansowanie kapitałowe od finansowania dłużnego jest więc kierunkowo raczej: a) dysponowanie uprawnieniami korporacyjnymi (co skądinąd trudno sobie wyobrazić w przypadku obligacji hybrydowych, chyba że chodziłoby o jakieś uprawnienia quasi-korporacyjne), oraz b) brak przysługiwania wierzytelności w stosunku do danego podmiotu aż do momentu, gdy zostanie ona wykreowana już w trakcie trwania stosunku prawnego (a nie przy jego powstaniu), w wyniku określonych aktów korporacyjnych. Dopuszczalność takiego jej wykreowania typowo w świetle przepisów zależy przy tym w szczególności od wyniku testu bilansowego lub płynnościowego, podczas gdy w przypadku "typowego" finansowania dłużnego decyduje zawsze jedynie płynność (a nigdy test bilansowy) i ponadto płynność ta decyduje jedynie o możliwości zaspokojenia wierzytelności a nie o samym powstaniu czy dalszym istnieniu wierzytelności wobec podmiotu finansowanego.

Z kolei finansowanie hybrydowe byłoby według mnie związane z powoływaniem już wcześniej wpływem sytuacji płynnościowej lub bilansowej finansowanego na samo przysługiwanie i zakres praw finansującego wobec podmiotu finansowanego (w przypadku obligacji partycypacyjnych i obligacji kapitałowych), tudzież co najmniej z wpływem wartości udziałów (akcji) w podmiocie finansowanym lub innym na wartość praw finansującego (w przypadku obligacji zamiennych, z prawem pierwszeństwa, odwróconych zamiennych, wymiennych i przymusowo wymiennych).

Druga teza pracy sprowadza się do wymienienia przez Doktorantkę sześciu nazwanych typów obligacji hybrydowych. Jest więc ona powiązana z tezą pierwszą, stanowiąc doprecyzowanie przedstawionej w ramach tezy pierwszej definicji obligacji hybrydowych, a to poprzez praktyczne zastosowanie tej definicji.

Oczywiście precyzyjna delimitacja obligacji hybrydowych może być przedmiotem dyskusji mających za przyczynę w szczególności brak ustawowej definicji i z konieczności nieostre ujęcie jakiegokolwiek definicji, odwołującej się przecież do jakiegoś upodobnienia statusu obligatariusza obligacji hybrydowej do statusu wspólnika.

Polemicznie wskażę tutaj, że, inaczej niż Doktorantka, nie kwalifikuję jako hybrydowych obligacji wieczystych. W praktyce dla nabywcy nie różnią się one od niektórych obligacji terminowych jak niewystępujące w Polsce obligacje 30-letnie. Z perspektywy ekonomicznej wartość wewnętrzną obligacji wieczystej, tak jak w przypadku obligacji prostej, odpowiada po prostu zdyskontowanemu na moment nabycia obligacji przepływowi pieniężnym, jakie w

przyszłości uzyska od emitenta nabywca obligacji. Nabywca nabywając obligację "kupi" więc te przyszłe przepływy pieniężne i ich dzisiejszą wartość płaci emitentowi. Nie ma jednak dla niego z tej perspektywy znaczenia czy płatności od emitenta otrzyma on jedynie pod tytułem odsetek (jak przy obligacjach wieczystych) czy również pod tytułem wykupu obligacji. Wartość wewnętrzna obligacji hybrydowej i obligacji prostej jest więc ustalana tak samo a inna jest jedynie kwalifikacja prawna niektórych spełnianych przez emitenta świadczeń, które niezależnie od tej kwalifikacji podlegają jednak takiemu samemu dyskontowaniu dla ustalenia wartości wewnętrznej obligacji.

Na marginesie, trudno mi też w związku z tym podzielić stanowisko Doktorantki, zgodnie z którym nabycie obligacji wieczystej wiąże się dla inwestora z wyższym ryzykiem inwestycyjnym niż w przypadku obligacji prostej. Pomijam już, że ryzyko inwestycyjne wiąże się głównie ze standingiem finansowym emitenta (jako ryzyko kredytowe), a i inny istotny czynnik wpływający na ryzyko inwestycyjne obligacji, czyli duration (wpływające na ryzyko stopy procentowej), może być przy obligacji prostej równie długie jak okres, za który, dla potrzeb ustalenia wartości wewnętrznej obligacji, dyskontuje się płatności, jakie nabywca ma otrzymać od emitenta obligacji wieczystych. Poprzez swoje stwierdzenie Doktorantka niejako zakłada, że część wartości obligacji wieczystej jest nie do "odzyskania" od emitenta a można ją "odzyskać" jedynie poprzez zbycie obligacji wieczystej innemu inwestorowi. Tymczasem z perspektywy ekonomicznej, tak bliskiej przecież Doktorantce, obligatariusz nabywając obligację płaci, jak już była mowa, za przepływy pieniężne, jakie uzyska w przyszłości od emitenta, przy czym trzeba dodać, że dla tych potrzeb punktem końcowym okresu, z jakiego te przepływy pieniężne są dyskontowane do ich dzisiejszej wartości, jest termin wykupu obligacji (w przypadku obligacji terminowych) lub, jeśli przypada wcześniej, termin ostatniej płatności od emitenta, która zdyskontowana na dzień dzisiejszy przedstawia jeszcze po takim dyskoncie jaką wartość ekonomiczną. Słowem, dzisiejsza wartość wewnętrzna obligacji wieczystej uwzględnia fakt, że nabywca, co do zasady, nigdy nie otrzyma płatności z tytułu jej wykupu i dlatego jest ona od początku mniej przez to "warta" i dlatego jej nabywca o tyle mniej za nią płaci przy jej nabyciu. Nie ryzykuje on więc tym, że nie otrzyma płatności z tytułu wykupu, bo żeby tak ryzykował, to musiałby za tę przyszłą płatność od emitenta zapłacić przy nabyciu obligacji wieczystej.

Jako hybrydowych w świetle zaproponowanej przez Doktorantkę w pracy definicji obligacji hybrydowych nie kwalifikuję również

obligacji podporządkowanych. Nie widzę bowiem, jak już wspominałem, cech, które miałyby upodabniać obligatariuszy takich obligacji i wspólników emitenta. Podporządkowanie jest jednym z wielu mechanizmów różnicowania kolejności zaspokojenia wierzycieli i nie prowadzi do uzależnienia przysługiwania im wierzytelności lub zakresu ich praw od wyniku finansowego czy płynności emitenta jak to jest z płatnościami na rzecz wspólników lub w przypadku obligacji hybrydowych.

Podsumowując tę część rozważań jako hybrydowe widziałbym więc jedynie, po pierwsze, obligacje zamienne, obligacje z prawem pierwszeństwa, odwrócone obligacje zamienne, obligacje przymusowo zamienne, obligacje wymienne oraz obligacje przymusowo wymienne, skoro wszystkie one prowadzą lub mogą prowadzić do uzyskania przez obligatariusza statusu wspólnika emitenta lub wspólnika innego podmiotu. Po drugie, obligacje partycypacyjne oraz obligacje kapitałowe, skoro bez uzyskiwania statusu wspólnika prowadzą one do określonej partycypacji lub możliwości partycypacji obligatariusza w wyniku finansowym emitenta (jego zysku lub jego stracie), co jest cechą typową dla wspólnika.

Wreszcie trzecia teza Doktorantki przyjmuje, że swoboda kształtowania treści stosunku zobowiązaniowego pozwala na kreowanie nienazwanych rodzajów obligacji hybrydowych, chociaż z dokonaniem przez Doktorantkę zastrzeżeniem, że cel lub treść takiego stosunku nie może naruszać lub prowadzić do obejścia przepisów. To ostatnie zastrzeżenie Doktorantki prima facie mogłoby podważać konkluzywność tej tezy i dlatego rozumiem je w ten sposób, że takie naruszenie lub obejście wystąpi według Doktorantki tylko w wyjątkowych, konkretnych przypadkach, ze względu na bardzo szczególny cel lub treść konkretnego stosunku obligacji, a nie możemy z nim mieć do czynienia w typowych, standardowych przypadkach kreowania nienazwanych obligacji hybrydowych.

Przedstawione tezy należy wszystkie uznać za bardzo interesujące badawczo i uzasadniające napisanie pracy.

Ponadto Doktorantka przedstawia także szereg tez pomocniczych, dotyczących, jak wskazuje, zagadnień o charakterze szczegółowym.

Największą zaletą rozprawy są podjęte przez Doktorantkę studia nad problematyką obligacji hybrydowych, do tej pory szerzej w literaturze nieprzedstawianą, a szczególnie przedstawiony w pracy kontekst ekonomiczny takich obligacji, który Doktorantka dobrze zna i rozumie. Właściwe zrozumienie funkcjonowania praktyki obrotu

jest niewątpliwie istotne tak dla ustawodawcy, jak i dla badań naukowych. Stąd płynie wartość pracy.

Moja polemika z niektórymi, wybranymi poglądami Doktorantki przedstawionymi w rozprawie w żaden sposób nie podważa walorów recenzowanej rozprawy. Jest wręcz przeciwnie: okoliczność, że skłoniły one recenzenta do polemiki pokazuje, że poruszane w rozprawie problemy są doniosłe i budzą zaciekawienie.

V. Pytania

W kontekście dotychczasowych rozważań pozwolę sobie już teraz sformułować pod adresem Doktorantki trzy pytania:

- 1) odnośnie tezy pierwszej i drugiej, czy jako hybrydową zakwalifikuje Pani obligację, w której obligatariusza nie obciąża ekonomiczne ryzyko kształtowania się wartości udziału (akcji) emitenta, ponieważ ewentualne nabycie (obojętnie, z mocy jego decyzji, z mocy decyzji emitenta, czy z automatu) udziałów (akcji) w emitencji przez tego obligatariusza (obojętnie w zamian za obligacje czy w zamian za nowy wkład i obojętnie czy chodziłoby o istniejące czy nowe udziały (akcje)) miałyby następować zawsze po aktualnej wartości tych udziałów (akcji) z momentu ich nabycia przez obligatariusza a nie po jakiejś wartości sztywnej, która to wartość sztywna od momentu nabycia obligacji mogłaby się stawać mniejsza lub większa od aktualnej wartości tych udziałów (akcji)? Chodzi więc o przypadek, gdy inkorporowana w obligacji "opcja" związana z takim czy innym nabyciem udziałów (akcji) w emitencji jest zawsze at the money. Ujmując to jeszcze inaczej, chodzi o to, czy aby można było mówić o hybrydowości obligacji obligatariusz musi być na jakimś ryzyku kształtowania się wartości udziałów (akcji) emitenta już za okres, w którym ten obligatariusz nie stał się jeszcze współnikiem emitenta a pozostaje jedynie obligatariuszem (być może hybrydowym);
- 2) odnośnie tezy trzeciej, czy w kontekście powoływanej przez Panią swobody kształtowania treści stosunku zobowiązaniowego uważa Pani, że de lege lata możliwe jest nałożenie określonego obowiązku w treści stosunku obligacji na obligatariusza np. obowiązku objęcia przez niego w określonych okolicznościach akcji emitenta obligacji i ich pokrycia obligacją. Pytanie to zadaję oczywiście w kontekście odwróconych obligacji zamiennych;

3) jakie byłyby najważniejsze Pani postulaty de lege ferenda obliczone na rozwój rynku obligacji hybrydowych, tak z perspektywy emitentów, jak i nabywców? czy byłaby Pani zwolennikiem "otwarcia" regulacji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w ten sposób, że mogłoby ono być wykorzystywane w każdym przypadku przyznania prawa do objęcia nowych akcji, niezależnie od trybu jego przyznania, a więc i od tego czy byłoby ono inkorporowane w konkretnym typie papieru wartościowego jak obligacja zamienna czy obligacja z prawem pierwszeństwa?

VI. Wniosek końcowy

W konkluzji mogę stwierdzić, że recenzowana rozprawa doktorska spełnia w całości wymagania postawione w art. 13 ustawy o stopniach i tytule naukowym w zw. z art. 179 ustawy przepisy wprowadzające ustawę - prawo o szkolnictwie wyższym. Stanowi więc ona oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną Doktorantki w przedmiotowej dziedzinie naukowej, a także umiejętność samodzielnego prowadzenia przez nią pracy naukowej. Jako taka rozprawa ta może być podstawą do dalszych etapów postępowania.

Wnoszę więc o dopuszczenie Doktorantki do dalszych etapów postępowania.

dr hab. Artur Nowacki, prof. UW

Warszawa, 05.08.2024 r.