

Wrocław, 4 kwietnia 2021 r.

Prof. UWr dr hab. Edyta Rutkowska-Tomaszewska  
Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii  
Uniwersytet Wrocławski

## **RECENZJA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ**

**mgr Pawła Czaplickiego**

**pt. „Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce”**

**napisanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Agnieszki Malarewicz-Jakubów**

W związku z powołaniem mnie w dniu 15 stycznia 2021 r. przez Radę Wydziału Prawa Uniwersytetu w Białymstoku na recenzenta rozprawy doktorskiej mgr Pawła Czaplickiego pt. „Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce”, napisanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Agnieszki Malarewicz-Jakubów, przedstawiam niniejszym jej ocenę.

### **1. Wybór obszaru badawczego i sformułowanie tytułu rozprawy doktorskiej**

Pan mgr Paweł Czaplicki dokonał bardzo trafnego wyboru obszaru badawczego. Problematyka podjęta przez Doktoranta w ramach rozprawy doktorskiej jest bowiem bardzo istotna z uwagi na aktualną sytuację ekonomiczną i możliwość wykorzystania instrumentu finansowego jakim jest obligacja. Stanowi on bowiem źródło pozyskiwania kapitału dla ich emitentów a jednocześnie jest bezpieczną i opłacalną „lokata” środków przez inwestorów, w tym także indywidualnych (obligatariuszy), wobec nieopłacalności lokowania wolnych środków w typowe lokaty bankowe, z uwagi na niskie stopy procentowe. Autor w recenzowanej rozprawie doktorskiej analizuje wpływ regulacji prawnych na funkcjonowanie rynku obligacji (a nawet wprost bada ich wpływ na rozwój) w ramach rynku finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem ochrony jego uczestników. Stąd też w swoich rozważaniach Doktorant w niezbędnym i w koniecznym zakresie odnosi się także do aktualnych tendencji regulacyjnych na rynku finansowym i konieczności zapewnienia skutecznej ochrony klienta, zwłaszcza tego najsłabszego uczestnika jakim jest konsument, co zasługuje na pozytywną ocenę.

Autor postawił sobie za cel udzielenie odpowiedzi na pytanie dlaczego, mimo że rynek finansowy oferuje możliwość wykorzystania instrumentu finansowego jakim jest obligacja przez jego uczestników, to jednak, mimo zalet jakie ona posiada i czynników ekonomicznych skłaniających do inwestowania w ten papier wartościowy, nie prowadzi do rozwoju rynku

obligacji w Polsce i ich emisji? Poszukiwanie i próba odpowiedzi na to pytanie pozwoliły na sformułowanie hipotezy, że „przepisy prawa stanowią barierę dla rozwoju rynku obligacji w Polsce”. Rozważania podjęte w recenzowanej rozprawie doktorskiej zmierzające do udowodnienia postawionej hipotezy, stanowią udaną próbę rozwiązania istotnego i doniosłego teoretycznie, jak i praktycznie problemu badawczego. Sama rozprawa natomiast, będąca kompleksowym opracowaniem z zakresu ekonomicznej analizy prawa, popartej także badaniami empirycznymi, w której Doktorant, jak sam zapowiada we Wprowadzeniu, bada relacje między „uwarunkowaniami prawnymi funkcjonowania rynku obligacji w Polsce a dynamiką jego rozwoju”, stanowi oryginalne rozwiązanie problemu badawczego.

Przedmiotem swoich badań w ramach rozprawy doktorskiej uczynił przede wszystkim całokształt przepisów regulujących i tym samym wpływających na funkcjonowanie rynku obligacji w Polsce, zarówno tych krajowych jak i unijnych. Ponieważ regulacja prawna dotycząca rynku obligacji jest jednak rozproszona i zróżnicowana, w zależności także od ich rodzaju, Autor przede wszystkim analizuje w pierwszej kolejności rozwiązania zawarte w zasadniczej dla tej materii aktualnie obowiązującej (od 1 lipca 2015 r.) ustawie z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach z koniecznym porównaniem do poprzednio obowiązującej ustawy o obligacjach z 1995 r. Poza tym, dokonuje analizy przepisów odnoszących się do obligacji zawartych w innych aktach prawnych jak: ustawa o finansach publicznych, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi i ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Dlatego też Autor, trzy pierwsze rozdziały poświęcił analizie regulacji prawnej zawartej w przedmiotowych dwóch ustawach o obligacjach (poprzednio obowiązującej i aktualnej), by następnie zaprezentować także regulację zawartą w pozostałych aktach prawa krajowego z koniecznym odniesieniem do regulacji unijnych w tym obszarze i wskazać zakres ich zastosowania do obligacji w ogóle lub poszczególnych ich rodzajów. Stanowiły one z kolei punkt wyjścia do dalszych rozważań zawartych w dwóch kolejnych rozdziałach, w których najpierw zaprezentowana została struktura rynku obligacji w Polsce ze wskazaniem i omówieniem poszczególnych jego segmentów i roli dla rozwoju tego rynku platformy Catalyst. Następnie w ostatnim rozdziale, na podstawie badań własnych (badań dokumentacji emisyjnej), wskazano na stopień i skalę wykorzystania w praktyce przewidzianych w przepisach prawnych instytucji prawnych i instrumentów ochrony uczestników tego rynku (emitentów i obligatariuszy).

Taki sposób podzielenia rozprawy doktorskiej jest zabiegiem słusznym, bo pozwala na realizację zamierzonego celu badawczego oraz udowodnienie postawionej tezy głównej wraz z hipotezami szczegółowymi, również prawidłowo sformułowanymi.

Gdyby chciał zgłosić jakieś uwagi co do treści, to zabrakło mi nawet we wprowadzeniu, rozważań dotyczących umiejscowienia rynku obligacji na rynku finansowym i choćby skrótovej jego charakterystyki, także w ujęciu liczbowym, podmiotowym i przedmiotowym, gdyż stanowi on niejako tło do rozważanej przez Autora problematyki. Pozwoliłoby to także na zachowanie większej przejrzystości i przeniesienie do tak wyodrębnionej części dysertacji rozważań o charakterze wstępnym, ustalającym i porządkującym, a zawartych w rozdziałach 1 i 2. Mogłyby one być nawet ujęte we Wprowadzeniu lub w ogóle w wyodrębnionym rozdziale o charakterze wprowadzającym z nadanym tytułem. Wówczas dwa pierwsze rozdziały mogłyby być poważnie „odchudzone”, zwłaszcza najbardziej obszerny - rozdział 2.

Tytuł rozprawy doktorskiej został prawidłowo sformułowany przez Autora, choć równie dobrze mógłby brzmieć: „Wpływ regulacji prawnych na funkcjonowanie rynku obligacji w Polsce”, gdyż wówczas Doktorant mógłby nie przesądzać już w tytule kierunku tego wpływu a dopiero dokonać jego stwierdzenia jako wynik przeprowadzonych badań. Nie mniej, w formie zaproponowanej przez Autora, tytuł także sformułowany jest prawidłowo, odpowiada obranemu obszarowi badawczemu, jest zgodny z przedmiotem rozprawy i jej treścią, a ponadto - jest sformułowany logicznie i przy zastosowaniu właściwych pojęć.

Doktorant podejmuje się prezentacji istotnego problemu badawczego, którego rozwiązanie ma doniosłe znaczenie tak dla teorii prawa, jak i praktyki jego stosowania, a także ma walor praktyczny w ogóle. Jak słuszenie zauważa we Wstępie (właściwie Wprowadzeniu, bo taką nawę nadał tej części rozprawy Autor, s. 7), problematyka dotycząca wpływu regulacji prawnych na funkcjonowanie rynku obligacji w ujęciu zaproponowanym przez Doktoranta, nie była jak dotąd dość często poruszana w literaturze prawniczej w Polsce. Tym samym nie była ona szeroko opisana oraz zbadana przez doktrynę, przynajmniej z perspektywy wpływu regulacji prawnej na kształt i funkcjonowanie rynku obligacji i poparciem tego także własnymi badaniami empirycznymi (badanie dokumentacji emisyjnej). Tym samym Autor, dokonał oceny regulacji prawnej nie tylko w ujęciu teoretycznym, ale także przez pryzmat jej praktycznego stosowania, wskazując także na pożądane kierunki jej zmiany w celu zapewnienia rozwoju rynku obligacji, wykorzystania potencjału jaki on w sobie ma i zapewnienia bezpieczeństwa oraz ochrony jego uczestników, w szczególności także inwestora jakim jest konsument. Rozważania przeprowadzone przez Doktoranta mają

zatem istotne znaczenie teoretyczne i praktyczne i mieszczą się także w obszarze ekonomicznej analizy prawa. Wprawdzie nie brakuje pozycji traktujących o obligacjach w ogóle, czy dotyczących poszczególnych instytucji prawnych z nimi związanych a uregulowanych w ustawie o obligacjach. Nie mniej - nie ma rozważań, które w sposób kompleksowy prezentowałyby całokształt regulacji prawnych odnoszących się do rynku obligacji, a już z pewnością takich, które traktowałyby o wpływie regulacji na rynek obligacji, także w ujęciu empirycznym. Z tych powodów, przedmiot badań objętych recenzowaną rozprawą doktorską jest doniosły, a tym samym wybór tematu ocenić należy pozytywnie. Podkreślić trzeba także jego aktualność, zarówno dla teorii jak i praktyki stosowania przepisów regulujących rynek obligacji w Polsce. Jak słusznie zauważa Doktorant, podstawową regulacją w tym zakresie jest ustawa szczególna w tym obszarze jaką jest ustawa o obligacjach (aktualnie obowiązująca i nowelizowana, jak i ta poprzednio obowiązująca) i te uczynił przedmiotem swoich rozważań w pierwszej kolejności porównując rozwiązania przyjęte w nich. Analizą objął także przepisy dotyczące obligacji zawarte w innych aktach prawnych, a mianowicie ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o finansach publicznych, czy ustawie o ofercie publicznej.

Poruszana problematyka zawiera się w głównym nurcie rozważań na temat rynku obligacji jako części rynku finansowego, jego bezpieczeństwa i ochrony uczestników. Co warto podkreślić w tym miejscu, jej celem jest kompleksowa analiza rozwiązań przyjętych w regulacjach prawnych dotyczących obligacji, jak i poszczególnych ich rodzajów, ze wskazaniem struktury tego rynku w ujęciu czasowym i przedmiotowym, jak również dynamiki i kierunków jego zmian, także w kontekście wpływu na ten stan rzeczy badanych regulacji prawnych.

Takie ujęcie tematu świadczy o jego nowatorstwie a jednocześnie pozwala w sposób całościowy, kompleksowy i interdyscyplinarny (zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki, z punktu widzenia prawa, z niezbędnymi elementami ekonomii. W rozprawie Autor bada wpływ wprowadzanych regulacji prawnych na kształt rynku obligacji i występujące na nim zachowania jego uczestników, także w świetle realizacji zamierzonych przez ustawodawcę celów przyświecających wprowadzeniu poszczególnych instytucji prawnych z perspektywy ich zastosowania w praktyce obrotu na rynku obligacji (co odzwierciedla przeprowadzone przez Autora badanie własne dokumentacji emisyjnej). Przyjęty przez Doktoranta sposób prowadzenia rozważań pozwala na realizację postawionego celu badawczego i udowodnienie postawionych tez.

Jest to zatem praca z zakresu ekonomicznej analizy prawa, w której Autor bada jak

prawo (regulacje prawne) dotyczące rynku obligacji wpływa na jego funkcjonowanie i czy spełnia zamierzone przez nią cele w praktyce jego funkcjonowania, co szczególnie odzwierciedlają przeprowadzone przez Autora badania empiryczne, nieczęsto spotykane w pracach prawniczych, choć w tym przypadku konieczne z uwagi na temat rozprawy.

## **2. Ocena merytoryczna rozprawy doktorskiej**

### **2.1. Struktura rozprawy doktorskiej**

Rozprawa doktorska mgr. Pawła Czaplickiego, poza Wprowadzeniem (s.6-12), Wnioskami końcowymi i postulatami (s. 268-273) i wykazem materiałów źródłowych (s. 274-291), obejmuje 5 rozdziałów: 1 – „Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 26 czerwca 1995 r. o obligacjach (s. 13-66); 2 – „Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (s.67-202 ); 3 – Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawach szczególnych,, (s. 203-229); 4 – Struktura rynku obligacji w Polsce „, (s. 230-255); 5 – „Wpływ regulacji prawnych na zaangażowanie uczestników rynku finansowego w rynek obligacji w Polsce” (s. 256-267).

Zasadniczo nie mam uwag co do struktury pracy i podziału treści merytorycznych. Nie mniej jednak, pozwalam sobie na zgłoszenie w tym miejscu pewnych uwag.

Odnosząc się do struktury, wydaje się, że wyodrębnianie w rozdziałach 1 i 2 podrozdziałów pt.” Przepisy przejściowe i końcowe”, choć pokrywają się one niemalże ze strukturą wewnętrzną tychże aktów, nie jest celowe. Z uwagi na to, że nie są one obszerne mogą być wcielone, bez szkody dla struktury pracy do uwag wprowadzających. Poza tym zarówno w tym przypadku, jak również w jednakowo brzmiącym w tych rozdziałach tytułach podrozdziałów pt.” Przepisy karne”, znacznie trafniejsze i pożądane byłoby nadanie tytułów według problemów istotnych w regulacji przewidzianej w analizowanych ustawach o obligacjach, niekoniecznie w tytułami tożsamymi z nadanymi wprost jednostkom wewnętrznym w ramach struktury tych aktów.

Gdy idzie o uwagi dotyczące sformułowania przez Autora tytułów niektórych jednostek podziału pracy dotyczą one tytułu rozdziałów: 1, 2, oraz niektórych poszczególnych mniejszych jednostek (3.2, 3.3,3.4. i 5.2, 5.3). Wydaje się, że niekoniecznie tytuły rozdziałów 1i 2 oraz podrozdziałów 3.2, 3.3., 3.4 muszą zawierać dokładne daty analizowanych aktów prawnych i wystarczające byłoby jedynie ich tytułów. Jeśli idzie natomiast o tytuły podrozdziałów 2 i 3 w rozdziale 5, podstawowa uwaga, jednocześnie wątpliwość czy taki termin powinien być w tym przypadkach wykorzystany i jest właściwy w brzmieniu nadanym przez Autora, dotyczy użytego przez Niego terminu „instrument prawny”. Po pierwsze warto

byłoby w uwagach wprowadzających wyraźnie zdefiniować pojęcie instrumentu prawnego i nieco miejsca poświęcić rozważaniom w tym przedmiocie, także w kontekście użytym przez Autora. Słusznie bowiem zaznaczył Doktorant, że są to prawne instrumenty ochrony obligatariuszy i właśnie użycie tego terminu wymaga sprecyzowania co lub kogo instrument prawny chroni. Poza tym tytuły wskazanych podrozdziałów wymagałyby dookreślenia w celu zapewnienia ich zbieżności z tytułem rozdziału, którego są częścią i doprecyzowania – czy chodziło Autorowi o prawne instrumenty ochrony obligatariuszy czy prawne instrumenty regulacji rynku obligacji, o których wspomniał we Wprowadzeniu na s. 11? Jeśliby nawet pozostać przy tym terminie, to wydaje się, że tytuły obu podrozdziałów powinny brzmieć: „Prawne instrumenty ochrony obligatariuszy a interes emitenta i inwestora (5.2)”, „Wykorzystanie prawnych instrumentów ochrony obligatariuszy w emisji obligacji w praktyce w świetle badań (5.3).

Jeśli idzie o strukturę poszczególnych rozdziałów, po pierwsze, pozytywnie oceniam fakt, że Autor dokonał co do zasady, podziału każdego z rozdziałów w sposób jednorodny na podrozdziały, a także w każdym z nich wyodrębnił uwagi wprowadzające i wnioski. Jest to niezwykle trafne rozwiązanie sygnalizujące najważniejsze problemy rozpatrywane w każdym z rozdziałów na „wejściu” i „wyjściu”, które w sposób syntetyczny obrazują całe spektrum poruszanych w jego treści kwestii. Przyjęta przez Autora konstrukcja rozdziałów współgra z „Wnioskami końcowymi i postulatami” dotyczącymi całości przeprowadzonych w rozprawie rozważań i zamieszczonym na jej końcu, które słusznie nazwał inaczej niż konkluzje w każdym z rozdziałów. Zawsze można jednak postawić pytanie czy nie lepiej byłoby zastosować raczej podsumowania w każdym z rozdziałów a rozprawę uwieńczyć zakończeniem i wnioskami, czy też konkluzjami lub Wnioskami końcowymi i postulatami, jak to uczynił Doktorant. Na uwagę i pozytywną ocenę zasługuje także to, że Autor dokonał wewnętrznego podziału na mniejsze jednostki „Wprowadzenia”, choć tego nie odzwierciedla spis treści, wyodrębniając: „Uzasadnienie wyboru tematu”, „*Obszar badawczy i zastosowane metody badawcze*”, „Problem badawczy oraz teza”, choć nie znalazło to odzwierciedlenia w spisie treści. Wskazuje to niewątpliwie wprost na wymagane i oczekiwane elementy treści tej części dysertacji, jako wstępu do całości rozważań, ale także wpływa na jego jeszcze większą przejrzystość i klarowność. Wydaje się jednak, że niektóre lepiej byłoby nieco inaczej zatytułować – raczej chodzi o cel badawczy i tezy i hipotezy, a nie „Problem badawczy oraz teza”.

W rozprawie doktorskiej mgr. Pawła Czaplickiego występuje pełna zgodność spisu treści z zakresem treści poruszanych w wyodrębnionych częściach pracy.

Wskazane przez Recenzenta uwagi dotyczące drobnych niedociągnięć w konstrukcji rozprawy i tytułów wyodrębnianych w niej części, choć mogą zakłócać nieco jej odbiór, nie mają jednak wpływu na jej niewątpliwie wysoką wartość merytoryczną i walory naukowe. Nie mniej gdyby ich nie było, byłaby ona jeszcze bardziej przejrzysta i czytelna w odbiorze. Warto byłoby wziąć je pod uwagę podczas prac redakcyjnych na etapie przygotowywania rozprawy do ewentualnej publikacji, na co niewątpliwie, po wyeliminowaniu pewnych niedociągnięć i uzupełnieniu o niektóre kwestie, zasługuje.

Autor przyjął w całej pracy jednolitą koncepcję zasadniczo dwu-, w niektórych fragmentach – trójstopniowego (2.2 i 3.3) stopniowego podziału tekstu. Zadbął także zasadniczo o proporcjonalny jego podział (z wyjątkiem rozdziału 2, nadmiernie rozbudowanego w stosunku do pozostałych) i niektórych uwag wprowadzających do rozdziałów- 4.1 i 5.1; ), biorąc pod uwagę obszerność każdego z rozdziałów, co niewątpliwie jest godne podkreślenia. Pozytywnie oceniam także to, że zasadniczo w ramach każdej wyodrębnionej części pracy (jednostce podziału), z pewnymi jednak wyjątkami, Autor przyjął ciekawe rozwiązanie reasumowania przeprowadzonych rozważań zdaniem „spinającym” stanowiącym swoistego rodzaju podsumowanie poruszanych treści.

## **2.2. Treść rozprawy doktorskiej**

Wstęp nazwany przez Autora Wprowadzeniem, zawiera, jak już pokreślono, wymagane i oczekiwane elementy treści tej części rozprawy doktorskiej, a więc ogólne nakreślenie tematu pracy, jego doniosłości oraz potrzeby podjęcia problematyki, stanu dotychczasowego dorobku nauki w tym obszarze, metody badawcze oraz cel pracy i tezy badawcze, co zasadniczo zostało odzwierciedlone w wyodrębnionych przez Autora jednostkach w ramach wewnętrznej jego struktury, jednak nie w spisie treści.

Głównym celem rozprawy, zgodnie z umieszczoną we Wprowadzeniu (s.10-11) zapowiedzią samego Autora, była analiza i ocena regulacji prawnych obowiązujących w Polsce ich wpływu na funkcjonowanie rynku obligacji w Polsce w ogóle, jak i także poprzez przyjmowane rozwiązania prawne i instrumenty szczegółowe. Stąd też oprócz celu ogólnego, Autor sformułował także cele dalsze – a mianowicie: zbadanie wpływu na rynek obligacji powstania rynku Catalyst jako platformy specjalnie dedykowanej obligacjom, struktury rynku obligacji, także w ujęciu ilościowym powiązanie jej z regulacjami prawnymi. W dalszej kolejności, chodziło także o wskazanie czy i w jaki sposób przewidziane w regulacjach prawnych rozwiązania (instrumenty prawne) były wykorzystywane w procesie emisji obligacji w praktyce i wpływały na decyzje uczestników rynku obligacji.

Doktorant dokonał zatem konkretyzacji ogólnego celu badawczego poprzez sformułowanie szczegółowych pytań (problemów) badawczych, na które poszukiwał odpowiedzi i ich ostatecznie udzielił w toku prowadzonych rozważań. Sformułował także właściwe tezy badawcze oraz hipotezy szczegółowe, które zostały udowodnione.

Aby zrealizować zamierzony cel badawczy rozprawy, Autor przedmiotem badań uczynił przepisy prawa polskiego wyznaczające ramy prawne regulacji rynku obligacji, literaturę przedmiotu oraz w niezbędnym (lecz ograniczonym zakresie) orzecznictwo sądów i organów administracji (w szczególności regionalnych izb obrachunkowych) jako organu nadzoru nad gospodarką finansową jednostek samorządu terytorialnego w odniesieniu do emisji tzw. obligacji komunalnych, w tym przychodowych. W tym miejscu wyrazić można ubolewanie, że nie zostało uwzględnione orzecznictwo sądów, organów administracji publicznej (w tym w szczególności regionalnych izb obrachunkowych, czy nawet Prezesa UOKiK), a także stanowiska organów publicznych (Komisji Nadzoru Finansowego czy Ministerstwa Finansów) w sprawach dotyczących obligacji.

Doktorant właściwie zastosował i prawidłowo dobrał metody badawcze, które zostały określone we Wprowadzeniu. Oprócz tradycyjnych dla rozpraw z zakresu nauk prawnych metody dogmatyczno - prawnej, analizy orzecznictwa, w koniecznym zakresie zastosował także metodę empiryczną i statystyczną. Gdy idzie o ocenę zastosowanych przez Doktoranta w rozprawie metod badawczych, słusznie posłużył się najbardziej adekwatną z oczywistych względów metodą dogmatyczną-prawną, opartą na językowo-logicznej analizie obowiązujących przepisów prawa regulujących rynek obligacji. Na uwagę zasługuje także zastosowana przez Doktoranta metoda empiryczna (case study) i statystyczna.

Wprawdzie w tytule Autor wyraził wprost, że przedmiotem badań obejmuje wpływ regulacji prawnych na rynek obligacji w Polsce, nie mniej, choćby w ograniczonym i sygnalizacyjnym zakresie, jako uzupełnienie dla rozważań na temat regulacji obowiązujących w Polsce, można byłoby wykorzystać metodę prawnoporównawczą w celu zaprezentowania rozwiązań prawnych funkcjonujących w kilku wybranych państwach, co pozwoliło na spojrzenie z szerszej perspektywy na kształt tej regulacji przyjętej przez ustawodawcę polskiego, a jednocześnie mogłoby pozwolić na wykorzystanie prawnych instrumentów regulacji dotyczących tego rynku w innych krajach, zwłaszcza tych, które przyczyniły się do jego rozwoju.

Wprowadzenie w modelowy sposób ujmuje zatem wszystkie elementy niezbędne w tej części rozprawy doktorskiej. Już jego lektura pozwala na stwierdzenie, że Doktorant potrafi zidentyfikować problemy naukowe, postawić właściwe pytania badawcze, a także



sformułować trafną tezę główną i tezy szczegółowe. Ta wstępna konkluzja znajduje oparcie również w dalszej treści pracy, w której Autor kompetentnie i trafnie stawia szczegółowe pytania badawcze, a prowadząc w pogłębiony - a nawet w niektórych fragmentach - dogłębny sposób rozważania poszukuje odpowiedzi na nie.

Rozdział 1 recenzowanej dysertacji zasługuje na pozytywną ocenę. Stanowiąc tło do dalszych rozważań, Doktorant przeprowadził w nim wnikliwą analizę prawną rozwiązań przyjętych w nieobowiązującej obecnie ustawie o obligacjach z 1995 r., która stanowiła punkt wyjścia do dalszych rozważań na temat wpływu regulacji prawnych na funkcjonowanie rynku obligacji w Polsce. Dokonał w nim szczegółowej i wnikliwej prezentacji poszczególnych instytucji prawnych kształtujących zasady obrotu obligacjami przewidzianych przez tę ustawę takich jak: katalog podmiotów uprawnionych do emisji obligacji, tryb ich emisji i związane z nim obowiązki emitenta, zabezpieczenie obligacji, odpowiedzialność emitenta, rodzaje obligacji, ze szczególnym uwzględnieniem obligacji przychodowych, zbywanie, nabywanie i wykup obligacji, instytucja banku reprezentanta, czy wreszcie przestępstw związanych z emisją obligacji. Za szczególnie cenne i wpisujące się w nurt badań zmierzających do oceny wpływu regulacji na rzeczywiste funkcjonowanie rynku obligacji, należy uznać rozważania kończące ten rozdział a wskazujące na zalety i wady, w tym bariery efektywnego rozwoju tego rynku z perspektywy zarówno emitenta jak i inwestora.

Jeśli miałabym zgłosić jakieś uwagi do tej części dysertacji, to wydaje się, że szczegółowe rozważania dotyczące pojęcia obligacji, zarówno na gruncie ustawy o obligacjach z 1995 r, jak i z 2015 r. powinny zostać przesunięte do Wprowadzenia lub sugerowanego przez Recenzenta odrębnego rozdziału o charakterze wprowadzającym w problematykę rynku obligacji. Nie mniej, rozważania podjęte w tym rozdziale uznaję za niezwykle pożyteczne i cenne oraz stanowiące dobry punkt wyjścia do dalszych analiz.

W kolejnym rozdziale Autor przechodzi do prezentacji regulacji prawnej zawartej w aktualnie obowiązującej ustawie o obligacjach z 2015 r. Punktem wyjścia do prezentacji dalszych szczegółowych rozwiązań przyjętych w ustawie o obligacjach z 2015 r., uczynił On rozważania dotyczące przyczyn uchwalenia nowego aktu prawnego regulującego obecnie rynek obligacji, a wskazanych w jego uzasadnieniu, co należy ocenić pozytywnie. Rozdział ten uważam także za niezwykle cenny i stanowiący dobry punkt wyjścia do rozważań zawartych w kolejnych. Wyrazić można byłoby ubolewanie, że Autor dokonując analizy prawnej przepisów zawartych w aktualnie obowiązującej ustawie o obligacjach, nie oparł jej w szerszym zakresie na orzecznictwie sądów (w tym administracyjnych) i organów administracji publicznej, w których odzwierciedlone jest całe bogactwo praktycznych

problemów na tle stosowania poszczególnych jej przepisów i tworzonych przez nie instytucji, co niewątpliwie podniosłoby jej walor. Za niezwykle wartościowe uznać należy to, że Autor prezentując bardzo dogłębnie (nawet aż nadto, gdyż objętość tego rozdziału jest wyjątkowo obszerna w stosunku do pozostałych) instytucje (rozwiązania) przyjęte w obowiązującej ustawie o obligacjach odnosił się także do sposobu ich ujęcia w poprzednio obowiązującej ustawie, ale także zaprezentował spory w doktrynie na tle ich interpretacji i stosowania. Pozwoliło to nie tylko na porównanie tych samych instytucji w świetle dwóch aktów prawnych (poprzednio i aktualnie obowiązującej), ale także na dokonanie oceny ich skuteczności i konieczności ich zreformowania oraz wskazanie pojawiających się problemów w ich stosowaniu.

Rozdział 3 poświęcony został analizie prawnej regulacji zawartych w innych ustawach odnoszących się także do rynku obligacji lub jego niektórych segmentów, a mianowicie w: ustawie o finansach publicznych, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, z niezbędnym odniesieniem do regulacji unijnych. Autor zaprezentował w nim nakładane przez te akty prawne obowiązki na emitentów obligacji oraz przewidziane w nich instrumenty prawne ukierunkowane na zapewnienie właściwego poziomu bezpieczeństwa obligatariuszom. Uznając ten fragment rozprawy za trafiony i cenny, gdyż Autor prawidłowo wskazuje akty prawne i regulacje, które mogą się „krzyżować” i tym samym mógłby zachodzić zbieg przepisów, nie można nie zauważyć pewnych niedociągnięć. Przede wszystkim Autor nie zawsze omawiając treść regulacji zawartej w konkretnych przepisach analizowanych aktów prawnych, wskazuje skróty ich nazwy, co znacznie utrudnia odbiór i może wprowadzać w błąd co do tego, o który w przepis w istocie chodzi. Poza tym, przy okazji omawiania aktualnie obowiązujących aktów prawnych, Autor odnosi się także do ich wersji poprzednich (obecnie nieobowiązujących), to zasługuje na pochwałę z punktu widzenia zupełności prowadzonych badań, nie zawsze jednak ten fakt wyraźnie podkreśla lub omawiając je nie zawsze używa czasu przeszłego, a to z kolei także może wprowadzać w błąd. Podobnie jak w rozdziale drugim, brakuje mi w rozważaniach podjętych w ramach rozdziału 3, szerszego ujęcia orzecznictwa i poglądów doktryny na tle stosowania przepisów omawianych aktów prawnych odnoszących się także do rynku obligacji w ogóle lub niektórych ich rodzajów, jak obligacje skarbowe w ustawie o finansach publicznych i aktach wykonawczych wydanych na jej podstawie. Pozytywnie ocenić także trzeba rozważania podjęte w tym rozdziale poświęcone analizie, w mojej ocenie jednak nieco skrótowej, regulacji unijnych odnoszących

się do rynku obligacji w Polsce. Autor wprowadzie w prawidłowy sposób je wskazał i krótko omówił przyjęte w nich rozwiązania wskazując na ich znaczenie dla rynku obligacji, nie mniej zabrakło mi w nich nieco szerszych rozważań, potwierdzonych także analiza poglądów doktryny i orzecznictwa w zakresie tzw. mifidowskiej ochrony inwestora, odnoszącej się także do inwestorów na tym rynku. Nie mniej, rozdział ten jako całość oceniam także pozytywnie od strony merytorycznej.

Za interesujące i wartościowe uważam także rozważania Autora zawarte w rozdziale 4 poświęconym strukturze rynku obligacji w Polsce, w tym wpływu na jego rozwój platformy Catalyst. Zostały w nim zaprezentowane i szczegółowo scharakteryzowane segmenty rynku obligacji (skarbowych, korporacyjnych, komunalnych, w tym przychodowych, czy obligacji spółdzielczych) i dynamika ich rozwoju w czasie poparta danymi liczbowymi. Co warte podkreślenia i zasługujące szczególnie na pozytywną ocenę, Autor przy okazji omawiania rynku obligacji korporacyjnych, nie pominął rozważań dotyczących ostatnio zaistniałych nieprawidłowości w tym segmencie rynku obligacji w postaci niezwykle szkodliwych i niepożądanych praktyk missellingowych (sprawa GetBack) w tym obszarze, a skutkujących wydaniem decyzji przez Prezesa UOKIK. Podjęcie przez Autora rozważań na ten temat, uważam za niezwykle cenne i pożądane, tym bardziej, że pozwoliły na sformułowanie istotnych wniosków w zakresie zapewnienia efektywnej ochrony inwestorów na rynku obligacji, a jednocześnie ukazały niedostatki dotychczasowych regulacji w tym zakresie. Poza tym, rozważania przez Niego poczynione mogą się okazać niezwykle użyteczne tak z punktu widzenia teoretycznego, jak i praktycznego.

Za bardzo ciekawy i niezwykle istotny uznaję także ostatni (piąty) rozdział dysertacji o charakterze empirycznym, a poświęcony wpływowi regulacji prawnych i przewidzianych w nich instrumentów prawnych na zachowania uczestników rynku finansowego. Tutaj moja uwaga dotyczy konieczności rozróżnienia i dokonania analizy z odniesieniem do rozważanych rozwiązań przyjętych w analizowanych aktach prawnych regulujących rynek obligacji w Polsce, używanych przez Autora pojęć “instrument prawny” i “instytucja prawna”. Za szczególnie interesujące i wartościowe uważam przeprowadzone przez Autora analizy bogatych ilościowo (120) dokumentów emisyjnych konkretnych emisji obligacji pod kątem wykorzystania i zastosowania w nich przeanalizowanych wcześniej najistotniejszych instrumentów prawnych ochrony zabezpieczających interesy emitentów i obligatariuszy, tj. następujących instytucji prawnych takich jak: zabezpieczenie emisji obligacji, zgromadzenie obligatariuszy i bank-reprezentant. Przeprowadzone w tym rozdziale przez Doktoranta analizy pozwoliły na zderzenie regulacji prawnych i przewidzianych w nich rozwiązań, w tym

o charakterze fakultatywnym, z praktyką ich wykorzystania w konkretnych emisjach obligacji, a tym samym wskazanie na rzeczywisty poziom ochrony uczestników tego rynku .

Oceniając ogólnie treść rozprawy, na koniec warto wskazać na zamieszczone w każdym rozdziale wnioski stanowiące w istocie podsumowanie najważniejszych kwestii poruszanych w każdym z nich. Taki zabieg jest szczególnie cenny i świadczyć może także o umiejętnościach Autora do syntetycznej rekapitulacji przeprowadzonych badań.

Rozprawę wieńczą „Wnioski końcowe i postulaty”, w którym Doktorant w rzeczowy i syntetyczny sposób odnosi się do treści pracy i przeprowadzonych w niej analiz. Jeśli idzie natomiast o ocenę jego treści, wskazać trzeba, że Autor podejmując problematykę wpływu regulacji prawnych na rynek obligacji w Polsce, zwraca uwagę na ich skomplikowany charakter, nakładanie licznych obowiązków na emitentów obligacji, w tym przede wszystkim informacyjnych, wskazując jednocześnie na ułomność ochrony informacyjnej na rynku finansowym w ogóle, w tym także na rynku obligacji jako jego części. Doktorant słusznie zauważa iluzoryczność rzeczywistej ochrony interesów uczestników tego rynku poprzez fakultatywność zastosowania przewidzianych w regulacjach prawnych (obu ustawach o obligacjach) instrumentów prawnych zapewniających bezpieczeństwo obligatariuszy i w efekcie zastosowanie ich w praktyce w ograniczonym zakresie lub w ogóle, co potwierdziły przeprowadzone badania empiryczne.

Na szczególną uwagę zasługują także sformułowane przez Doktoranta propozycje zmian regulacji prawnych wynikające z analizy przepisów, problemów praktycznych w ich stosowaniu, niechęci do ich stosowania oraz z przeprowadzonych badań empirycznych. Dotyczą one w szczególności: uproszczenia procedur emisji obligacji, opracowani wzorców dokumentów emisyjnych, wprowadzenia obligatoryjności instrumentów prawnych zabezpieczających interesy obligatariuszy, wzmocnienia ich ochrony w wymiarze instytucjonalnym poprzez zwiększenie kompetencji właściwych organów w zakresie podmiotowym i przedmiotowym, a także w wymiarze indywidualnym. Za niezwykle cenną, także z perspektywy ewentualnych dalszych badań Doktoranta, uznać należy uwagę o charakterze systemowym zamieszczoną na końcu a odnoszącą się do konieczności podjęcia stosownych i zasygnalizowanych zmian w celu zapewnienia ochrony inwestorów na rynku obligacji w Polsce, gdyż dotychczas obowiązujące przepisy prawne kształtujące zasady obrotu na tym rynku stanowiły barierę dla jego rozwoju, co potwierdziły przeprowadzone przez Niego badania.

Doktorant formułuje zatem we „Wnioskach końcowych i postulatach” szereg wartościowych spostrzeżeń natury ogólnej podsumowujących przeprowadzone badania z

zakresu analizy regulacji prawnych (w wymiarze teoretycznym i empirycznym), jak i postulatów *de lege lata* i *de lege ferenda*. wynikających z przeprowadzonych rozważań. Niewątpliwie świadczy to nie tylko o umiejętnościach samodzielnego prowadzenia badań i syntetycznego rekapitulowania, ale także potwierdza bardzo dobrą i niepobieżną znajomość rzeczy w badanym obszarze, zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym.

Trudno się nie zgodzić z generalną i trafną konkluzją Doktoranta, że polski ustawodawca nie zabezpieczył odpowiednio praw inwestorów na polskim rynku obligacji a tym samym zachodzi potrzeba zwiększenia poziomu ich ochrony. Sam Autor formułuje także propozycje zmian w tym zakresie.

Podsumowując, wszystkie rozdziały są niezwykle wartościowe, a zawarte w nich rozważania, jak i konkluzje bardzo cenne, trafne i świadczące o dojrzałości badawczej Autora. Doktorant w recenzowanej pracy w sposób przekonujący i logiczny odpowiada na wszystkie postawione pytania badawcze. Zajmuje w dyskusyjnych kwestiach własne stanowisko i wyciąga słuszne wnioski zaprezentowane w klarowny i syntetyczny sposób, które wynikają z przeprowadzonych rozważań. W sposób oryginalny rozwiązuje sformułowany w problem naukowy.

Rozprawa mgr. Pawła Czaplickiego na temat wpływu regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce, zwłaszcza gdy zostanie opublikowana, do czego zachęcam, po dokonaniu niezbędnych korekt i uzupełnień, ma szansę wywołać w środowisku naukowym dyskusję na temat efektywnego, właściwego i skutecznego (zgodnego z zakładanymi przez ustawodawcę celami) prawa rynku obligacji, zapewniającego nie tylko jego rozwój, ale także zabezpieczającego interesy jego uczestników i bezpieczeństwo obrotu na nim.

Recenzowana rozprawa wykazuje zatem ogólną wiedzę teoretyczną Doktoranta, jego swobodę poruszania się w obszernych i zróżnicowanych materiałach źródłowych. Na specjalną uwagę i wysoką ocenę zasługuje treść wieńczącej rozprawę Podsumowania zawierającego nie tylko bogactwo generalnych ocen w tym również krytycznych aktualnej regulacji prawnej w zakresie ale także wiele konkretnych, postulatów *de lege ferenda* zgłoszonych pod adresem naszego ustawodawcy.

Doktorant podjęte w rozprawie badania prowadzi wielopłaszczyznowo, wieloaspektowo, jednocześnie zachowując zdyscyplinowanie i konsekwencję w prezentacji wyników przeprowadzonych badań i dokonanych analiz prawniczych. Autor umiejętnie prezentuje i interpretuje obszerne materiały, nie unikając rozwiązywania trudnych i niejasnych, niejednoznacznych problemów, właściwie argumentując swoje stanowisko. Takie

podejście Autora do realizacji zamierzonego celu badawczego świadczy niewątpliwie o dużej znajomości badanej problematyki, rzetelności badawczej i samodzielności.

Dokonując generalnej oceny zawartości treści rozprawy doktorskiej Pana mgr. Pawła Czaplickiego, trzeba podkreślić, iż zrealizował On swój cel badawczy, przeprowadził rzetelną i co do zasady wnikliwą analizę wpływu regulacji prawnych na funkcjonowanie rynku obligacji, prezentując również szczegółowo poszczególne instytucje prawne i problemy związane z tym obszarem badawczym.

Zastosowane przez Autora metody badawcze oraz przeprowadzone rozważania ukazujące bardzo szerokie spektrum problemów funkcjonowania rynku obligacji w Polsce i jego segmentów wskazują na umiejętności syntetycznego ujęcia przeanalizowanego materiału źródłowego oraz świadczą także o wysokim walorze merytorycznym recenzowanej rozprawy doktorskiej.

### **3. Ocena warsztatu naukowego oraz formalnej strony rozprawy doktorskiej**

Rozprawa doktorska została oparta na bogatym ilościowo i zróżnicowanym materiale źródłowym zaprezentowanym w obszernym wykazie bibliograficznym pomieszczonym na stronach 274-290, a zawierającym: 52 pozycje aktów prawnych (w tym 6 unijnych), 108 pozycje z literatury (monografie artykuły), w tym w j. angielskim, 13 pozycje orzecznictwa i 13 materiałów internetowych (powołanych również w odsyłaczach). Poza tym, Autor wykorzystał także bardzo bogatą dokumentację emisyjną (120 pozycje). W mojej ocenie, bibliografia jest wystarczająca jak na standardy prac doktorskich i oceniam ją pozytywnie, nie mniej jednak zabrakło bogatego orzecznictwa regionalnych izb obrachunkowych, sądów (w tym administracyjnych). Nie w pełni ujęto także piśmiennictwo, w tym dostępne komentarze do omawianych aktów prawnych, artykuły naukowe i pisma urzędowe m.in. Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące obligacji.

Rozprawa posiada bogatą polską literaturę przedmiotu i inne materiały źródłowe, w tym także anglojęzyczne (w niezbędnym zakresie). Wprawdzie rozprawa traktuje o rynku obligacji w Polsce, nie mniej pewne odesłania do literatury obcej i doświadczeń innych krajów, niewątpliwie wzbogaciłyby rozważania na temat rodzimego rynku obligacji i mogłyby posłużyć do sformułowania cennych uwag dla polskiego regulatora.

Analiza wykazu literatury, pozwala stwierdzić, że brakuje komentarzy do ustawy o finansach publicznych, i innych opracowań (zarówno monograficznych, jak i artykułowych) z literatury przedmiotu, w tym także tych najnowszych. Podobna uwaga nasuwa się w

odniesieniu do wykazu orzecznictwa. Wprawdzie Autor uwzględnił prawie wszystkie dostępne komentarze do ustawy o obligacjach, która ma zasadnicze znaczenie dla omawianej problematyki jako akt prawny wiodący, to jednak brakuje szerszego odniesienia się do artykułów naukowych, czy rozdziałów w opracowaniach monograficznych na temat obligacji. Nie oznacza to jednak, że ich nie ma w ogóle, a jedynie że warto byłoby w tym zakresie wzbogacić literaturę o te pozycje.

Materiały źródłowe wymagają jednak uporządkowania. W ramach aktów prawnych wskazany byłby podział na akty unijne i akty prawa polskiego, a w ich ramach- konieczne byłoby uporządkowanie ich według hierarchii źródeł i chronologii czasowej. Poza tym przy aktach nie obowiązujących powinna być stosowna adnotacja. Podobna uwaga dotycząca konieczności uporządkowania nasuwa się także w odniesieniu do wykazu orzecznictwa – należałoby je uszeregować według jednorodnych kategorii, np. wyroki SN, wyroki sądów administracyjnych, inne.

W wykazie bibliograficznym, brakuje aktualnych danych o aktach prawnych przy ich przywoływaniu zarówno po raz pierwszy w przypisach, jak i wykazie zamieszczonym na końcu (np. odnosi się do ustawy o finansach publicznych, ustawy o ofercie publicznej).

Co do formalnej strony rozprawy doktorskiej – podkreślić należałoby, że przypisy w recenzowanej pracy, których w sumie jest 1033, zostały skonstruowane co do zasady rzetelnie i zgodnie z obowiązującymi zasadami ich sporządzania, choć pewne niedociągnięcia w tym zakresie występują.

W tekście pojawiają się też drobne błędy interpunkcyjne, niezgrabności językowe, redakcyjne i stylistyczne oraz powtórzenia. Nie są one jednak liczne i nie wpływają znacząco na jego odbiór. Autor stosuje kropki na końcu tytułów rozdziałów i podrozdziałów, co nie powinno mieć miejsca, używa także formy osobowej.

Nie zawsze pisząc w treści o nieobowiązujących aktach prawnych, zaznacza to w sposób nie budzący wątpliwości w przypisie przy jego przywołaniu. Poza tym, przy podawaniu konkretnego przepisu z aktu prawnego, Autor nie zawsze wskazuje w treści nazwę tego aktu. Wskazane byłoby zastosowanie tzw. skrótu nazwy aktu prawnego, przy pierwszym jego powołaniu w przypisie i posługiwanie się nim w dalszej części pracy wszędzie tam gdzie jest mowa o konkretnym przepisie (artykule). Jest to konieczne, gdyż Autor często odwołuje się do konkretnych przepisów i operuje różnymi aktami prawnymi, tym samym nie zawsze wiadomo, o który akt prawny chodzi. Warto także, by Autor stosował powszechnie przyjęte zasady przywoływania w przypisach przytoczonych już wcześniej pozycji literatury. Zdarzają się fragmenty pracy oparte na jednej i tej samej pozycji literatury, co znajduje

odzwierciedlenie w kilku kolejno po sobie następujących przypisach (np. s. 108-109; s. 179-181; s. 185; s. 188; s. 189-190; s. 195, s. 222; s. 224; s. 234-235; s. 247)

Odwołując się do rozwiązań przyjętych w aktach prawnych obecnie nieobowiązujących, nie zawsze Autor używa czasowników w czasie przeszłym, przez co czytelnik może mieć wątpliwość czy mowa aktualnie obowiązującym akcie prawnym, czy nieobowiązującym o akcie prawnym, a przejrzystość i transparentność w tej materii jest niezwykle wskazana i warto byłoby o nią zadbać, zarówno w tekście głównym pracy (poprzez używanie właściwego czasu), jak i zaznaczyć to wyraźnie w przypisie przy przywołaniu nieobowiązującego aktu prawnego

#### **4. Konkluzja**

**Reasumując:** rozprawa doktorska Pana mgr. Pawła Czaplickiego stanowi oryginalne i udane rozwiązanie bardzo istotnego i aktualnego – tak dla teorii jak i praktyki - problemu badawczego. Jest ona merytoryczną analizą przepisów prawa polskiego z koniecznym odniesieniem do regulacji prawa unijnego, wzbogaconą o przeprowadzone badania empiryczne co do efektywności i skuteczności obowiązujących regulacji w praktyce i ich wpływu na funkcjonowanie badanego rynku obligacji w Polsce oraz konkretne propozycje zmian w zakresie zarówno legislacji, jak też potencjalnych problemów w praktyce stosowania prawa. Po jej opublikowaniu, co było już przez Recenzenta podkreślane, może w istotnym stopniu wypełnić lukę w krajowym piśmiennictwie dotyczącym regulacji rynku obligacji, w tym także z perspektywy ochrony najsłabszych w szczególności uczestników tego rynku.

Rozważania prowadzone przez Autora są doniosłe teoretycznie i praktycznie. Omawiając konstrukcję konkretnych instytucji prawnych przewidzianych w omawianych aktach prawnych odnoszących się do rynku obligacji Autor, podkreśla jest istotę, cel i pojawiające się kontrowersje. Brakuje jednak czasem szerszego (w niezbędnym zakresie zostało ono jednak uwzględnione przez Autora) odwoływania się do orzecznictwa (w szczególności bogatego orzecznictwa izb obrachunkowych i sądów (w tym administracyjnych) i wskazywania tym samym na problemy interpretacyjne pojawiające się w praktyce stosowania przepisów i ewentualne nieprawidłowości z ich stosowaniu.

Warto jednak podkreślić, że rozważania prowadzone przez Autora mają charakter pogłębiony, wskazuje on na problemy, ukazuje i odnosi się do kwestii spornych w doktrynie.

Po dokonaniu analizy rozprawy doktorskiej mgr. Pawła Czaplickiego „Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce” napisanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Agnieszki Malarewicz-Jakubów, stwierdzam, że stanowi ona oryginalne rozwiązanie



problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną Doktoranta w dziedzinie nauk prawnych w dyscyplinie prawo, a także umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej i wyciągania właściwych wniosków z przeprowadzonych badań - zarówno w warstwie analizy prawnej, jak i badań empirycznych.

Napisana przez mgr. Pawła Czaplickiego rozprawa doktorska jest bardzo interesująca i doniosła, zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki, przy tym staranna, rzetelna, przemyślana i wnikliwa. Podczas jej pisania wykazał się On dużym zacięciem badawczym i umiejętnością formułowania samodzielnych wniosków, Autor nie bał się stojących przed nim wyzwań badawczych. Doktorant podjęte w pracy rozważania prowadzi w zdyscyplinowany, pogłębiony i dociekliwy sposób. Wykazał się umiejętnością samodzielnego krytycznego podejścia do szeroko analizowanego problemu i zgromadzonego bogatego materiału źródłowego, co niewątpliwie wymagało dużego nakładu pracy. Na uwagę zasługuje także fakt, że prowadzonym przez Niego rozważaniom o wysokim poziomie merytorycznym towarzyszył także zasadniczo dobrze opanowany warsztat pisarski i styl (niepozbawiony jednak pewnych niedociągnięć, które możliwe są do jednak usunięcia przed publikacją).

Praca doktorska mgr Pawła Czaplickiego stanowi oryginalne, kompleksowe (dotychczas nie spotykane w literaturze krajowej), ciekawe i rzetelne ujęcie problemu naukowego budzącego wiele kontrowersji, które zostało zaprezentowane przede wszystkim w ujęciu prawnym, z niezbędnym kontekstem ekonomicznym i społecznym, doniosłym przy tym teoretycznie i praktycznie. Tym samym, recenzowana rozprawa doktorska mgr. Pawła Czaplickiego „Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce” spełnia wszystkie wymogi określone w przepisie art. 13 ust. 1 ustawy z 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (tj. Dz.U. z 2017, poz. 1789) i może stanowić podstawę do przeprowadzenia dalszych czynności w przewodzie doktorskim, w tym do nadania mgr Pawłowi Czaplickiemu stopnia naukowego doktora nauk prawnych w zakresie prawa.

Reasumując, rekomenduję dopuszczenie mgr. Pawła Czaplickiego do publicznej obrony rozprawy doktorskiej.

