

Wrocław, dnia 27.08.2018 roku

dr hab. Piotr Marcin Wiórek, LL.M.

Wydział Prawa Administracji i Ekonomii

Uniwersytet Wrocławski

## **Recenzja rozprawy doktorskiej Pani mgr Izabeli Prager**

pod tytułem

„Doradcy inwestorów do spraw głosowania (*proxy advisors*). Studium prawnoporównawcze”  
napisanej pod kierunkiem naukowym profesora zw. dra hab. Michała Romanowskiego

### **I. Uwagi ogólne**

#### **1. Teza rozprawy doktorskiej**

**Podstawowymi kryteriami oceny, czy praca naukowa spełnia wymagania stawiane rozprawie doktorskiej** w rozumieniu art. w art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (tekst jedn.: Dz.U. z 2017 r., poz. 1789 ze zm.), a więc czy stanowi ona oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz czy wykazuje ona ogólną wiedzę teoretyczną kandydata do stopnia naukowego doktora oraz jego umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, są:

**1) zawarcie w pracy naukowej hipotezy lub hipotez podlegających w jej toku weryfikacji albo tezy lub tez, które autor(ka) udowadnia w rozprawie,**

**2) sposób i jakość formułowania, a także weryfikacji albo udowadniania tych hipotez albo tez (zwłaszcza samodzielność w tym zakresie),**

a także (a może nawet przede wszystkim)

**3) ich oryginalność.**

Należy podkreślić, że w recenzowanej rozprawie doktorskiej Autorka w sposób wyraźny formułuje we wstępie pracy pięć tez, które zamierza udowodnić w toku dalszej analizy. Dwie tezy, jak to określa Autorka, o charakterze pozytywnym oraz trzy tezy o charakterze normatywnym. Proponowany podział tez jest przesiąknięty terminologią z zakresu ekonomicznej analizy prawa, w ramach której wyróżnia się analizę w ujęciu pozytywnym oraz normatywnym, na co zwraca uwagę Autorka w rozprawie (s. 26), i w związku z tym nie do końca musi się podobać konserwatywnym dogmatykom prawa. Jednakże z uwagi na stosowane

w rozprawie metody badawcze, w tym zwłaszcza metodę ekonomicznej analizy prawa, o czym poniżej, należy uznać go za dopuszczalny.

Pomijając w tym miejscu kwestię oryginalności stawianych w rozprawie tez, należy stwierdzić, że ich prawdziwość jest konsekwentnie wykazywana w toku prowadzonych w pracy wywodów, co Doktorantka dodatkowo uwypukla w zakończeniu rozprawy podkreślając, w których rozdziałach rozprawy przedstawiono dowody na poparcie poszczególnych tez. Pod tym względem recenzowana rozprawa jest bliska ideałowi konstrukcyjnemu rozprawy doktorskiej, który wyraża popularny w nauce niemieckiej postulat, aby praca posiadała „*einen/den roten Faden*”. *Der rote Faden*, to nic innego, jak myśl przewodnia, motyw przewodni, który w metodologii pisania prac doktorskich sprowadza się do wymogu, aby rozprawa doktorska prowadziła, jak po nitce do kłębka, do przepowiedzianego na jej początku – poprzez sformułowanie tezy/tez – rezultatu. Świadomie stwierdzono w niniejszej recenzji, że praca jest bliska temu ideałowi. Aby go osiągnąć, warto byłoby jeszcze bardziej ukierunkować treść poszczególnych rozdziałów na wykazywanie poszczególnych tez (a może nawet nadać poszczególnym punktom, podpunktom odpowiednie tytuły; należy jednak uczciwie przyznać, że ideał ten osiągają tytuły niektórych podpunktów rozdziału 8), nieco bardziej się na nich skupić, a także unikać pewnych niefortunnych sformułowań w toku przeprowadzanych w rozprawie wywodów<sup>1</sup>. Pomijając powyższe rozważania o ideale rozprawy doktorskiej, stwierdzoną w niniejszej recenzji bliskość pracy Doktorantki do tego ideału – pod względem realizacji myśli przewodniej – należy uznać za zdecydowanie za pochwałę.

## **2. Wybór tematu rozprawy doktorskiej**

Wybór tematu rozprawy doktorskiej zasługuje ze wszech miar na aprobatę. Pojawienie się nowej kategorii podmiotów działających na rynku kapitałowym, jakimi są doradcy do spraw głosowania (aby posłużyć się w pełni akceptowaną przez recenzenta terminologią używaną przez Doktorantkę) i ich wzrastająca rola zarówno na rynku amerykańskim, jak i na rynkach kapitałowych poszczególnych państw członkowskich UE, a także na postrzeganym łącznie – ze względu na jego zasięg – transgranicznym europejskim/unijnym rynku kapitałowym, czy też światowym rynku globalnym oraz zbliżająca się implementacja do prawa polskiego Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniającej dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego

---

<sup>1</sup> W tym kontekście należy wskazać przykładowo na następujące zdanie zawarte na 269 stronie rozprawy: „Przeprowadzona analiza regulacji ilustrować będzie wnioski o preferowanym sposobie regulacji sektora doradców inwestorów do spraw głosowania sformułowane we wstępie do niniejszej pracy”.

zaangażowania (Dz.Urz. UE L 132 z 20.5.2017 r., s. 1), która zawiera przepisy dotyczące *proxy advisors*, uzasadniają przeprowadzenie pogłębionej analizy prawnonaukowej poświęconej tym podmiotom. Wybór tematyki rozprawy doktorskiej należy pochwalić również z tego powodu, że do tej pory nie ukazała się w polskiej doktrynie prawa monografia poświęcona doradcom do spraw głosowania, ani o charakterze deskryptywnym, ani – tym bardziej – o charakterze naukowym.

### **3. Metody badawcze stosowane w rozprawie doktorskiej**

Autorka rozprawy posługuje się głównie metodą prawnodogmatyczną dokonując analizy zarówno obowiązujących, jak i jeszcze nieobowiązujących przepisów i omawiając zaprezentowane w doktrynie poglądy oraz przywołując, w niezbędnym zakresie, relewantne dla tematyki rozprawy orzeczenia sądów. Autorka analizuje i omawia również regulacje tzw. prawa miękkiego z zakresu *corporate governance*, w tym również akty ściśle dotyczące działalności *proxy advisors*, takie jak kodeks dobrych praktyk BPP, do którego stosują się działający na rynku doradcy do spraw głosowania. Doktorantka omawia również inne formalnie niewiążące uczestników rynku reguły, takie jak uchwała interpretacyjna *Securities Exchange Commission* (amerykańskiego regulatora rynku) z dnia 30.06.2014 r. (tzw. „SLB 20”), czy też zalecenia francuskiego AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) – „*Recommendation No. 2011-06 - Agences de conseil en vote*”.

Doktorantka posługuje się również – coraz częściej stosowaną, zwłaszcza w doktrynie prawa rynku kapitałowego – metodą ekonomicznej analizy prawa, oceniając omawiane przez nią obowiązujące i mające wejść w życie w najbliższym czasie regulacje prawne oraz normy z zakresu prawa miękkiego pod kątem ich ekonomicznej efektywności, czego wyrazem jest zwłaszcza obszerna analiza problematyki doradców do spraw głosowania z perspektywy teorii agencji dokonana w szczególnie udanym rozdziale ósmym rozprawy. Autorka przy tym posługuje się biegłymi wynikami badań empirycznych na poparcie formułowanych w rozprawie tez.

Wreszcie, Autorka posługuje się metodą prawnoporównawczą, przedstawiając problematykę doradców do spraw głosowania zarówno w prawie unijnym i polskim, a także – miejscami, gdzie uznaje to za stosowne – w prawie innych państw członkowskich UE, jak i w prawie Stanów Zjednoczonych Ameryki, gdzie po raz pierwszy pojawiły się profesjonalne podmioty zajmujące się doradztwem w sprawach głosowania (założenie ISS w roku 1985, s. 173 rozprawy) i gdzie rozpoczęła się światowa (z uwagi na globalny zasięg ich działalności) debata na temat roli *proxy advisors*. Jak podkreśla sama Autorka we wstępie do rozprawy,



„amerykańskie prawo spółek i prawo rynku kapitałowego stanowi istotny punkt odniesienia dla dokonywanej analizy”. Autorka uzasadnia przy tym analizę prawa amerykańskiego w pierwszej kolejności tym, że „zarówno doradcy inwestorów do spraw głosowania, jak i sami inwestorzy instytucjonalni są istotnymi aktorami amerykańskiego rynku kapitałowego zdecydowanie dłużej niż ma to miejsce w Europie”. Dopiero w drugiej kolejności Doktorantka zwraca uwagę na to, że rozwiązania amerykańskie dotyczące inwestorów instytucjonalnych i samych doradców do spraw głosowania „są przedmiotem regulacji prawnej, która często stanowi inspirację dla przepisów państw europejskich” (s. 25 rozprawy). Ten drugi argument w połączeniu z twierdzeniem, że prawo amerykańskie stanowi istotny punkt odniesienia dla analizy przeprowadzonej w pracy, stanowi właściwe uzasadnienie dla pracy o charakterze prawnoporównawczym i budzi oczekiwanie, że praca doktorska będzie pracą o charakterze ściśle prawnoporównawczym (w której porządek amerykański będzie konsekwentnie punktem odniesienia dla prawa polskiego lub unijnego), co dodatkowo zostaje wzmocnione przez drugi człon tytułu rozprawy: „Studium prawnoporównawcze”. Niestety struktura pracy i tytuły poszczególnych rozdziałów nie potwierdzają tego oczekiwania. Układ rozprawy nie jest układem pracy prawnoporównawczej. Tylko w niektórych nagłówkach podrozdziałów pojawia się wyraźne odniesienie do prawa amerykańskiego (pkt 4.6.2.1, pkt 5.3.1.2, pkt 5.3.2.2, pkt 5.4.2). Autorka przedstawia rozwiązania zagranicznych porządków prawnych w różnej kolejności, w zależności od toku i potrzeb wyводу, w tym chronologii pojawiania się pewnych rozwiązań, nie zachowując stałej kolejności ich prezentacji w poszczególnych rozdziałach (np. w pkt 6.3 Doktorantka najpierw przedstawia rozwiązania europejskie, francuskie i angielskie, a następnie amerykańskie, podobnie w pkt 7.3.3 w pierwszej kolejności przedstawione zostały regulacje prawa miękkiego w postaci BPP, a więc o zasięgu ogólnoeuropejskim, następnie rekomendacje AMF oraz regulacja unijna w postaci dyrektywy 2017/828, na końcu zaś znowu prawo miękkie w postaci amerykańskiej uchwały interpretacyjnej SLB 20). Z powyższych względów trudno uznać recenzowaną rozprawę za monografię o charakterze ściśle prawnoporównawczym. Nie umniejsza to jednak jej komparatystycznym walorom. Autorka bez wątplenia posługuje się metodą prawnoporównawczą przedstawiając – dotyczące poszczególnych omawianych w pracy kwestii – rozwiązania przyjęte w analizowanych porządkach prawnych i zwracając – na bieżąco lub w ostatniej części danego rozdziału (pt. wnioski) – uwagę na różnice i podobieństwa między poszczególnymi krajowymi oraz unijnymi regulacjami prawa powszechnie obowiązującego oraz prawa miękkiego, a także przedstawiając własną ocenę prezentowanych rozwiązań, np. oceniając negatywnie projekt amerykańskiej ustawy federalnej *The Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017* (s. 293-

294 oraz 308 rozprawy<sup>2</sup>) z uwagi na związane z nim zbytne obciążanie *proxy advisors* wymogami dotyczącymi m.in. ich wewnętrznej struktury zwiększającymi, w uproszczeniu, wpływ monitorowanych spółek na działalność doradców.

#### 4. Struktura rozprawy doktorskiej

Struktura rozprawy jest prawidłowa. Jak podkreśla sama Autorka, rozdziały 1-5 poświęcone są „analizie prawnych i ekonomicznych przyczyn pojawienia się usług doradców do spraw głosowania na rynku kapitałowym” (s. 21). Przedstawiają one w sposób obszerny tło dla dalszych, właściwych rozważań (zawartych w rozdziałach 6-10), prezentując uwarunkowania rynkowe i prawne, które doprowadziły do pojawienia się na rynku kapitałowym profesjonalnych doradców do spraw głosowania i nadal prowadzą do zwiększania się zapotrzebowania na ich usługi ze strony inwestorów instytucjonalnych. Zawarte w rozdziałach 6-10 rozważania dotyczące genezy, roli i uwarunkowań prawno-ekonomicznych (w tym potrzeby i proponowanej polskiej regulacji) działalności *proxy advisors* stanowią trzon i najistotniejszą część rozprawy. Tytuły poszczególnych rozdziałów i punktów oddają zawartą w nich treść, poza nielicznymi wyjątkami. Np. pkt 4.6.2.2 zatytułowany jest „Strategia wykonywania głosu w prawie unijnym i polskim, podczas gdy w jego jednostce podrzędnej, punkcie 4.6.2.2.1, zatytułowanym „Dobre praktyki”, Doktorantka przedstawia regulacje z zakresu prawa miękkiego obowiązujące w dwóch państwach członkowskich UE: Wielkiej Brytanii (s. 106-108) i Polski (s. 109-110), a także kodeks EFAMA przyjęty przez *European Fund and Asset Management Association* (s. 108-109), wspominając poza tym, w sposób ogólnikowy, że określone rozwiązania obowiązują również w „w innych jurysdykcjach europejskich”, jedynie raz przywołując przykład takiej jurysdykcji (s. 109, gdzie wymieniony zostaje włoski kodeks dobrych praktyk *Principi italiani di Stewardship*). Biorąc pod uwagę tematykę pracy za nazbyt obszerne należy uznać omówienie problematyki pobudzania aktywności akcjonariuszy instytucjonalnych poprzez prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy jako metodę ograniczania barier dla akcjonariuszy w udziale w WZA (pkt 5.4 rozprawy). Autorka powinna w tym punkcie bardziej uwypuklić znaczenie tej strategii dla inwestorów instytucjonalnych i powiązać to z rolą doradców do spraw głosowania, choć należy przyznać, że z całościowej lektury tego punktu możliwe jest wyciągnięcie stosownych wniosków.

---

<sup>2</sup> Natomiast w swojej krytyce tego projektu dotyczącej instytucji „ombudsmana” na s. 217 Autorka wspiera się na przytoczonych w przypisie 637 dokumentach.



Kończąc uwagi na temat układu rozprawy, należy podkreślić, że jej struktura jest bardzo czytelna i ułatwia śledzenie wywodu Doktorantki. Bardzo przydatne są sformułowane na końcu każdego rozdziału wnioski, a także dobrze napisany wstęp oraz zakończenie.

### **5. Poprawność językowa rozprawy doktorskiej**

Rozprawa doktorska jest napisana prawidłowo z językowego punktu widzenia. Sporadycznie zdarzają się drobne błędy językowe, w tym stylistyczne (np. w tytule pkt 9.5.2 razi nieco posługiwanie się uproszczeniem w postaci wyrażenia „metoda regulacji doradców inwestorów do spraw głosowania” – powinno być raczej „metoda regulacji dotyczącej doradców do spraw głosowania”). Sporadycznie zdarza się zgubienie orzeczenia w zdaniu (np. s. 23, s. 129, przyp. 359).

### **6. Warsztat naukowy rozprawy (system przypisów, skrótów etc., wykorzystanie źródeł)**

W rozprawie występują drobne błędy związane ze stosowaniem przypisów oraz skrótów. I tak na stronach 108-109 rozprawy przy okazji omawiania Kodeksu EFAMA zalecane byłoby użycie przypisu zawierającego odesłanie do źródła, albo przynajmniej do strony 97, gdzie Autorka wspomina również o tym kodeksie. Podobnie dobrze byłoby odesłać w przypisie do danych potwierdzających zawarte na stronie 174 twierdzenie, że udział Egan Jones oraz Marco Consulting Group w rynku doradztwa do spraw głosowania jest niewielki. W przypisie 309 na stronie 114 brakuje numeru strony cytowanej publikacji, przypis 356 na stronie 128 jest niejasny; w przypisie 405 na stronie 144 nie wyjaśniono, o którą edycję MBCA chodzi. Nie wyjaśniono również skrótu U.S.C. oznaczającego *United States Code*, a więc Kodeks Stanów Zjednoczonych stanowiący skodyfikowany zbiór prawa federalnego obowiązującego w USA. Na stronie 74 posłużono się nieprawidłowym skrótem na oznaczenie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości (TS zamiast ETS).

Wykorzystanie źródeł – zważywszy na omawiane porządki prawne – jest prawidłowe, a bibliografia uwzględnia – zasadniczo – relewantną literaturę przedmiotu. Zastrzeżenie może budzić jedynie to, że skoro Autorka uwzględnia w rozprawie niemieckojęzyczną literaturę przedmiotu, nie powinna ona ograniczać się jedynie do trzech wskazanych w bibliografii i przywoływanych w pracy pozycji (choć są one istotne – poz. 127, 130 oraz 146 w wykazie literatury obcej), lecz skorzystać również z innych wartościowych artykułów na temat roli i problemów związanych z usługami *proxy advisors* (pomijam przy tym, że Autorka przywołuje również inne niemieckojęzyczne pozycje, niedotyczące ściśle doradców do spraw głosowania:

poz. 58 oraz 126 w wykazie literatury obcej). Wykaz aktów prawnych jest wyczerpujący, a spis orzeczeń, zważywszy na poruszaną w rozprawie tematykę, wystarczający.

## II. Zalety rozprawy doktorskiej

Zamiast formułowania uwag szczegółowych, zarówno aprobujących, jak i krytycznych, w trybie swoistego przeglądu treści rozprawy, poczynając od jej początku aż do końca i z odniesieniem się po kolei do wszystkich rozdziałów pracy, w niniejszej recenzji wybrano metodę stosowaną między innymi przez Szanownego Kolegę dra hab. Konrada Osajdę, która umożliwia klarowne uwypuklenie zarówno zalet, jak i słabych punktów rozprawy.

Niewątpliwie zaletą recenzowanej rozprawy doktorskiej jest udane połączenie metody ekonomicznej analizy prawa z metodą dogmatyczną, które stosowane są do analizowania wybranych przez Autorkę porządków prawnych i regulacji z zakresu prawa miękkiego, prezentowanych zarazem przy wykorzystaniu metody prawnoporównawczej.

Zaletą rozprawy jest również trafne rozpoznanie, przedstawienie i pogłębiona analiza przyczyn pojawienia się popytu na usługi *proxy advisors* oraz problemów związanych z wykonywaniem przez nich usług na rzecz inwestorów instytucjonalnych.

Szczególnie wartościowe jest spojrzenie na rolę i relacje doradców do spraw głosowania z inwestorami instytucjonalnymi jako akcjonariuszami spółek portfelowych oraz relacje między inwestorami inwestycyjnymi oraz doradcami z samymi spółkami portfelowymi jako emitentami – z perspektywy klasycznej i wielostopniowej teorii agencji (rozdział 1 i 8 rozprawy), a więc również z uwzględnieniem interesu uczestników funduszy inwestycyjnych oraz członków funduszy emerytalnych. Istotne jest zwrócenie uwagi na problem oddzielenia własności od kontroli i dotycząc głównie drobnych akcjonariuszy zjawisko racjonalnej apatii (pkt 1.2), a także na zjawisko racjonalnej powściągliwości inwestorów instytucjonalnych (pkt 1.4). Stosowanie tej metody pozwala lepiej zrozumieć współczesny ogólnoswiatowy system *corporate governance*, rządzące nim mechanizmy, jego rozwój i stojące przed nim wyzwania. Pozwala ono również zrozumieć stale wzrastającą rolę *proxy advisors* jako nowych graczy na rynku kapitałowym i tendencje do samoregulacji tego sektora, a także dążenia poszczególnych regulatorów rynku oraz ustawodawców do objęcia ich działalności różnymi formami kontroli (poprzez przepisy z zakresu prawa prywatnego, jak i publicznego – zwłaszcza w ramach nadzoru administracyjnego). Dzięki stosowanej w rozprawie metodzie ekonomicznej analizy prawa omawiana w niej problematyka *proxy advisors* jawi się nie tylko jako istotna



i szczególnie aktualna (bo sama aktualność omawianej problematyki jest oczywista), ale również – dla znużonego niekiedy paraniem się klasyczną dogmatyką prawa czytelnika – szczególnie ciekawa. Przyczyniają się do tego również prezentowane w rozprawie wyniki badań empirycznych dotyczące roli *proxy advisors* na ogólnoswiatowym rynku kapitałowym (pkt 6.2), które dodatkowo obrazują niebezpieczeństwa wynikające z oligopolistycznej (w ujęciu globalnym) struktury rynku doradztwa do spraw głosowania. Trudno zresztą wyobrazić sobie analizę omawianej w rozprawie problematyki bez posłużenia się metodą ekonomicznej analizy prawa. Już wydany w 2013 roku w Berlinie i poświęcony *proxy advisors* obszerny doktorat P. Schwarza pt. „Institutionelle Stimmrechtsberatung. Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien“, w samym tytule zawierał odniesienie do ekonomicznej analizy prawa (Autorka również przytacza tę pozycję w swojej rozprawie).

Bardzo udane jest zwrócenie przez Doktorantkę uwagi na poszczególne stopnie rozwoju kapitalizmu: kapitalizm przedsiębiorców, kapitalizm menedżerów, aż po – związany z działalnością inwestorów instytucjonalnych – kapitalizm powierniczy (s. 43), choć należy pamiętać, że według „klasycznego” podziału stadiów kapitalizmu wyróżnia się obecnie pięć stadiów kapitalizmu<sup>3</sup>. W kontekście omawianej przez Autorkę problematyki doradców do spraw głosowania i stale wzrastającej roli tych podmiotów można by nawet zaryzykować stwierdzenie, że obecnie kapitalizm osiągnął kolejne (szóste, według klasycznego podziału) stadium – stadium kapitalizmu doradców (*proxy capitalism*)<sup>4</sup>.

Wspomniany już dwukrotnie rozdział 8 rozprawy jest szczególnie interesujący. W rozdziale tym Autorka w sposób przekonujący zwraca uwagę na ryzyko konfliktu agencyjnego między doradcami a inwestorami (pkt 8.3.) i omawia m.in. analizowaną już w literaturze przedmiotu pod hasłem „*The Absence of Agency Cost Control Mechanism*”<sup>5</sup> problematykę nieskuteczności mechanizmów rynkowych w łagodzeniu konfliktu agencyjnego między doradcami a inwestorami instytucjonalnymi (pkt 8.4.2 do 8.4.5), poświęcając więcej miejsca, niż czyni to

---

<sup>3</sup> Stadia te, od pierwszego do piątego są następujące: Entrepreneur, Manager, Portfolio Manager, Beneficiary oraz Institutional Investor Capitalism. Zob. G.L. Clark, T. Hebb, *Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism*, Relations industrielles/Industrial Relations 2004, Vol. 59, nr 1, s. 147, którzy przywołują czterostopniowy podział R. Clark’a, dodając nowe, piąte stadium do tego podziału.

<sup>4</sup> Należy zwrócić uwagę, że Doktorantka posługuje się w rozprawie również pojęciem kapitalizmu agencyjnego, odnoszące się do konfliktu interesów między wieloma grupami agentów i pryncypałów w ramach wielostopniowej teorii agencji, „spośród których przynajmniej jedna grupa występuje w podwójnej roli. Zob. s. 33 i 34 rozprawy oraz przypis 52 na stronie 34 rozprawy.

<sup>5</sup> Zob. na ten temat zwłaszcza T.C. Belinfanti, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, Stanford Journal of Law, Business & Finance 2009, Vol. 14, nr 2, s. 385 i n. oryginału, s. 1 i n. w wersji dostępnej poprzez [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).



choćby T.C. Belinfanti<sup>6</sup>, kwestii roli reputacji jako swoistego mechanizmu kontrolnego (pkt 8.4.6). Z perspektywy teorii agencji, jak podkreśla się w literaturze przedmiotu, już sama znacząca rola doradców do spraw głosowania w połączeniu z ich praktycznym brakiem odpowiedzialności stanowi zabójczą kombinację (*lethal combination*)<sup>7</sup>. W połączeniu zaś z omówionymi przez Doktorantkę deficytami rynkowych mechanizmów kontrolnych potencjalne zagrożenie dla systemu *corporate governance* ze strony tak silnych graczy, jakimi są *proxy advisors* jest rzeczywiście realne i wymaga podjęcia odpowiednich kroków.

Tej potrzebie regulacji sektora doradców inwestorów do spraw głosowania Doktorantka poświęca 9 rozdział rozprawy, w którym w sposób syntetyczny przedstawia możliwe strategie regulacyjne, co również stanowi zaletę rozprawy.

Zaletą rozprawy jest również interesujące przedstawienie w rozdziale 10 rozprawy wniosków dla prawa polskiego płynących z poprzedzających tę część pracy rozważań, a zarazem uwzględniających pewną swobodę w implementacji przepisów, jaką daje dyrektywa 2017/828, pozwalając na skorzystanie z określonych wariantów regulacyjnych. Wnioski te stanowią samodzielny i indywidualny wkład Doktorantki w rozwój doktryny polskiego prawa rynku kapitałowego i prawa spółek. Nie jest natomiast rolą recenzenta polemika z przedstawionymi przez Autorkę poszczególnymi propozycjami, stanowiącymi wyraz przemyśleń Doktorantki, jeżeli polegają one na preferowaniu jednego z możliwych do przyjęcia rozwiązań i są przez Autorkę uzasadnione.

Ogólną zaletą rozprawy doktorskiej jest wreszcie konsekwencja i pewność w prezentowaniu przez Autorkę jej poglądów, samodzielny tok wywodów oraz zajmowanie stanowiska własnego w odniesieniu do poszczególnych zagadnień, nawet jeżeli polega ono niekiedy na przychyleniu się do prezentowanych już w doktrynie poglądów.

Wreszcie, co jest chyba najistotniejsze, tezy stawiane przez doktorantkę są oryginalne, w szczególności z perspektywy prawa polskiego. Szczególnie interesująca jest, nieoczywista z perspektywy występujących obecnie w systemie *corporate governance* preferencji, pierwsza teza normatywna, zgodnie z którą „optymalnym rozwiązaniem pozwalającym na złagodzenie konfliktu agencyjnego pomiędzy doradcami inwestorów do spraw głosowania a inwestorami jest pośrednia regulacja *proxy advisors*”, a więc zmiany prawa w zakresie dotyczącym inwestorów instytucjonalnych, a nie bezpośrednio samych doradców.

---

<sup>6</sup> Zob. w odniesieniu do ISS T.C. Belinfanti, *op.cit.*, s. 44 wersji dostępnej na [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>7</sup> Zob. w odniesieniu do ISS T.C. Belinfanti, *op.cit.*, s. 23 wersji dostępnej na [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

### III. Dostrzeżone wady rozprawy doktorskiej

Niniejsza recenzja nie byłaby kompletna, gdyby zabrakło w niej wskazania na dostrzeżone wady rozprawy doktorskiej, które w przypadku recenzowanej rozprawy należałoby raczej – poza jednym wyjątkiem – określić łagodniej jako niedociągnięcia.

W pkt 4 recenzji dotyczącym struktury rozprawy doktorskiej zwrócono już uwagę na zbyt obszerne przedstawienie zagadnienia pobudzania aktywności akcjonariuszy instytucjonalnych poprzez prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy (pkt 5.4 rozprawy). Wydaje się, że bez uszczerbku dla jakości rozprawy można by rozważyć bardziej skrócone przedstawienie w rozdziałach 1-5 zwłaszcza tych zagadnień, które nie są niezbędne do wykazania – w istocie – pierwszej tezy „pozytywnej” rozprawy, a jedynie częściowo odnoszą się do drugiej tezy „pozytywnej” rozprawy (w zakresie, w jakim dotyczy to przyczyn racjonalnej powściągliwości). Rozdziały od 1 do 5 stanowią tło do dalszych, właściwych rozważań, a zajmują w rozprawie ponad 140 stron, podczas gdy dotyczące ściśle *proxy advisors* rozdziały od 6 do 10 zajmują 158 stron. Ewentualnie zalecane byłoby, wspomniane już powyżej (uwagi na temat „*des roten Fadens*”), większe uwypuklenie znaczenia poszczególnych omawianych w rozdziałach 1-5 kwestii dla późniejszej analizy dotyczącej doradców do spraw głosowania.

Dostrzeżoną wadą, a raczej niedoskonałością rozprawy doktorskiej jest to, że przy okazji ciekawego omówienia problematyki *acting in concert* i odniesienia jej również do doradców do spraw inwestorów, Autorka prezentuje jedynie jedno z możliwych podejść do tej kwestii – to bardziej optymistyczne. Czyniąc uwagi do tzw. białej listy ESMA określającej praktyki, które same w sobie nie powinny być postrzegane jako działanie w porozumieniu, Doktorantka stwierdza, że nie obejmuje ona głosowania zgodnego z zaleceniami doradców inwestorów do spraw głosowania, sugerując w toku dalszych wywodów, że tak być powinno (s. 239 rozprawy), skoro argumentuje w następujący sposób: „*[g]dy wielu inwestorów instytucjonalnych ma dostęp do tej samej rekomendacji, zapewnienie zgodnego głosowania w sprawie uchwały nie wymaga nawiązywania między nimi rzeczywistej komunikacji, która mogłaby skutkować obowiązkami związanymi z działaniem w porozumieniu. W ten sposób korzystanie przez inwestorów instytucjonalnych z usług doradców inwestorów do spraw głosowania może łagodzić problemy wiążące się z kwalifikacją prawną pewnych działań inwestorów instytucjonalnych jako działania w porozumieniu, prowadząc przy tym do osiągnięcia skutku, jakim jest zgodne głosowanie spójne z interesem inwestorów mniejszościowych.*” Argumentacji tej nie można zarzucić niespójności, czy też braku słuszności. Jednakże warto byłoby również rozpatrzyć bardziej pesymistyczny wariant podejścia do korzystania przez inwestorów z usług



doradców do spraw głosowania, niekoniecznie traktując przy tym samych doradców jako przysłowiowych „*bad guys*”. Np. w doktrynie niemieckiego prawa rynku kapitałowego – przy okazji omawiania obowiązków informacyjnych/zgłoszeniowych związanych z przekroczeniem określonych progów procentowych w ogólnej liczbie głosów w spółce i kwestii zaliczania do głosów danego akcjonariusza głosów innego akcjonariusza, z którym łączy go porozumienie w rozumieniu przepisów niemieckiej WpHG (*Wertpapierhandelsgesetz* – w dosłownym tłumaczeniu: ustawa o obrocie papierami wartościowymi) o *abgestimmtes Verhalten* (*acting in concert*), która to definicja zawarta jest obecnie § 34 ust. 2 WpHG – prezentowane jest stanowisko, że o ile przesłanki działania w porozumieniu nie są spełnione, gdy inwestorzy instytucjonalni informują się wzajemnie i wspólnie doradzają, to inaczej przedstawia się sytuacja w przypadku zinstytucjonalizowanego doradztwa w sprawach głosowania (*institutionalisierte Stimmrechtsberatung*), kiedy to akcjonariusze ufają doradcy i podążają za jego zaleceniami<sup>8</sup>. Nawet, gdyby należało krytycznie odnieść się do tego stanowiska, warto byłoby je przytoczyć i pogłębić rozważania na temat roli *proxy advisors* w ramach problematyki *acting in concert*. Ponadto istotny jest również inny – antykonkurencyjny – aspekt działalności doradców do spraw głosowania. To, co z perspektywy Doktorantki wydaje się zaletą usług doradczych, a więc łagodzenie problemów związanych z kwalifikacją prawną pewnych działań inwestorów instytucjonalnych jako działania w porozumieniu, z perspektywy niemieckiej Komisji Monopolowej (*Monopolkommission*), stwarza ryzyko obchodzenia przepisów o *acting in concert*<sup>9</sup>.

Pewną niedoskonałością rozprawy doktorskiej jest również brak pogłębienia problematyki ochrony konkurencji oraz zwalczania nieuczciwej konkurencji i to nie tylko na narzucającym się w pierwszej kolejności jako przedmiot analizy rynku doradztwa do spraw głosowania, lecz również w szerszym aspekcie. Zdaniem wspomnianej powyżej niemieckiej Komisji Monopolowej działalność doradców do spraw inwestorów może zaostrzać zakłócającą konkurencję tzw. pośrednie powiązania horyzontalne między przedsiębiorstwami portfelowymi (*indirekte Horizontalverflechtungen* albo *indirekte Horizontalbeteiligungen*

---

<sup>8</sup> Zob. U. Schneider, *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2012, nr 4, s. 531 i przywołana tam literatura.

<sup>9</sup> Zob. Monopolkommission, *Hauptgutachten XXI: Wettbewerb 2016, Kapitel III. Europäische Unternehmensverflechtungen*, 2016, s. 231. Opinia dostępna na stronie: <http://www.monopolkommission.de/de/gutachten/hauptgutachten/hauptgutachten-xxi.html> ,

*zwischen Portfoliounternehmen*) tego samego sektora gospodarki (w pierwszej kolejności powiązania te powstają poprzez działalność inwestorów instytucjonalnych)<sup>10</sup>.

Pewien niedosyt pozostawia również lektura rozprawy w zakresie obowiązków lojalności *proxy advisors* przede wszystkim wobec inwestorów instytucjonalnych, a także wobec spółek portfelowych, czy też uczestników/członków inwestorów instytucjonalnych. Na stronie 16 Autorka wspomina o braku takich obowiązków wobec spółki portfelowej i jej innych akcjonariuszy, a także wobec inwestorów pośrednich, którzy powierzyli swoje środki do zarządzania inwestorom instytucjonalnym. Na stronie 17 i 18 oraz porusza ona kwestię możliwego precyzowania w umowach między inwestorami instytucjonalnymi a doradcami do spraw głosowania treści obowiązków lojalności tych ostatnich „*przy przygotowywaniu rekomendacji z uwzględnieniem interesu ostatecznego beneficjenta i podmiotu ryzyka wykonywania prawa głosu, jakim jest klient inwestora instytucjonalnego*” jako narzędzia pozwalającego wyeliminować konflikty interesów związane z działalnością doradcy opisane w rozprawie, stwierdzając jednak na stronie 255 rozprawy, że inwestorzy instytucjonalni „*mają ograniczoną motywację do ponoszenia kosztów transakcyjnych związanych z negocjowaniem ponadstandardowych postanowień umów o doradztwo do spraw głosowania wprowadzających szczegółowe mechanizmy mitygacji ryzyka konfliktu agencyjnego po stronie doradców*”. Natomiast na stronach 183-184 Autorka wspomina o związaniu czołowych doradców – ISS oraz Glass Lewis – wynikającymi z amerykańskiego *Investment Advisers Act* obowiązkami lojalności i należytej staranności wobec klientów przez fakt, że obydwie firmy są jednocześnie doradcami inwestycyjnymi.

W związku ze stwierdzonym brakiem wynikających wprost z umowy o doradztwo w sprawach głosowania obowiązków lojalności doradcy względem inwestora instytucjonalnego, a także w związku z zakwalifikowaniem umowy o doradztwo do spraw głosowania jako umowy nienazwanej o świadczenie usług, do której stosuje się odpowiednio przepisy o zleceniu (s. 311 rozprawy), które to przepisy, w przeciwieństwie do przepisów regulujących umowę agencyjną, nie statuują obowiązku lojalności między stronami umowy, warto byłoby się zastanowić w rozprawie, czy nie można jednak znaleźć w obowiązującym prawie polskim podstawy prawnej dla takich obowiązków. A może, przy wykorzystaniu argumentów z zakresu ekonomicznej analizy prawa i przez odwołanie się do teorii agencji i jej charakterystyki

---

<sup>10</sup> Zob. na ten temat Monopolkommission, op.cit., s. 187 i 231.



przedstawionej w rozprawie (zob. zwłaszcza s. 28<sup>11</sup>), warto byłoby spróbować zbudować argumentację uzasadniającą stosowanie w drodze analogii do umowy o doradztwo do spraw głosowania przepisu art. 760 k.c.? Są to jedynie luźne uwagi, formułowane na gorąco. Jednakże wydaje się, że z uwagi na szczególną relację między inwestorem a doradcą do spraw głosowania oraz wyniki badań empirycznych wskazujące na szczególne zaufanie, jakim cieszą się doradcy, a także fakt, że doradcy często kontaktują się ze spółkami portfelowymi – i to *de facto*, na zlecenie swoich klientów (a przynajmniej w ramach realizacji zlecenia, stanowiąc tym samym „przedłużone ramię” inwestorów instytucjonalnych) – w celu uzyskania informacji niezbędnych do podjęcia właściwej decyzji w przedmiocie głosowania, a przede wszystkim z uwagi na rzeczywisty wpływ wydawanych przez nich zaleceń na sposób głosowania ich klientów, powinno się poszukiwać właściwego rozwiązania przy wykorzystaniu cywilistycznego instrumentarium, w tym przy pomocy art. 355 § 2 k.c. (budując wzorzec staranności zawodowej doradcy do spraw głosowania jako profesjonalnego przedsiębiorcy i powołując się na niego w praktyce we wzajemnych relacjach między stronami).

Za kolejną niedoskonałość, a nawet wadę rozprawy należy uznać powierzchowne potraktowanie problematyki odpowiedzialności cywilnoprawnej doradców do spraw głosowania. Autorka, co prawda, porusza tę problematykę na stronach 294-297 i trafnie diagnozuje cywilistyczne problemy związane z dochodzeniem roszczeń przeciwko doradcom do spraw głosowania, zwłaszcza trudności z wykazaniem związku przyczynowego między wadliwym zaleceniem a szkodą, a także z wykazaniem wysokości szkody. Autorka wskazuje również na możliwe obecnie podstawy odpowiedzialności cywilnej, jaką jest odpowiedzialność kontraktowa (w relacji między inwestorami a doradcami) oraz deliktowa (w relacji między doradcami a emitentami/spółkami portfelowymi). Doktorantka wskazuje również na uregulowanie odpowiedzialności agencji ratingowych w art. 35 rozporządzenia CRA, ale nie uznaje za stosowne przyjęcie podobnej regulacji w odniesieniu do doradców do spraw głosowania przytaczając argumenty (s. 296), które jednakże pomijają sytuację spółek portfelowych, które zdecydowanie bardziej niż inwestorzy instytucjonalni (dywersyfikujący swoje inwestycje, a przez to ograniczając swoje ryzyko), narażone są na szkodę wynikającą z zastosowania się przez inwestorów do rekomendacji doradców sporządzonych z np.

---

<sup>11</sup> Na stronie tej Autorka podkreśla, że „[t]eoria agencji charakteryzuje wszelkiego rodzaju relacje umowne, w których jedna ze stron (pryncypał) zleca drugiej stronie (agentowi) działanie na swój rachunek, które to działanie zawiera w sobie kompetencje do podejmowania decyzji wywierających lub mogących wywrzeć skutki w sferze majątkowej pryncypała. Przykładami stosunków cywilnoprawnych, do których analizy w szczególności ma zastosowanie teoria agencji, są umowa zlecenia i umowa agencyjna”.

z naruszeniem ich elementarnych obowiązków. Autorka nie dostrzega, że taka regulacja pozwoliłaby chociażby uniknąć po stronie spółek portfelowych problemów związanych z dochodzeniem roszczeń odszkodowawczych w deliktowym reżimie odpowiedzialności. Nawet aprobując poglądy autorów, zgodnie z którymi koszty społeczne wprowadzenia szczególnej regulacji odpowiedzialności cywilnej doradców do spraw głosowania przekroczyłyby korzyści z tym związane (s. 296-297), Autorka powinna przynajmniej zwrócić uwagę na prezentowane w literaturze przedmiotu poglądy na temat innych niż deliktowa i kontraktowa podstaw odpowiedzialności (np. przy wykorzystaniu dyskutowanej w niemieckiej doktrynie prawa cywilnego konstrukcji umowy ze skutkiem ochronnym na rzecz osoby trzeciej, stanowiącej szczególny przypadek umowy na rzecz osoby trzeciej – *Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*), a także pozostałych podmiotów uprawnionych do dochodzenia roszczeń, takich jak inni niż inwestorzy instytucjonalni akcjonariusze spółek portfelowych. W rozprawie mogłyby znaleźć się również bardziej szczegółowe rozważania dotyczące różnych sposobów dochodzenia roszczeń wobec *proxy advisors* w zależności od wybranej podstawy prawnej (warto w tym miejscu nadmienić, że w przywołanej powyżej niemieckiej rozprawie doktorskiej poświęconej tematyce *proxy advisors*, rozważania na temat odpowiedzialności cywilnej zajmują prawie 30 stron).

Ponadto, przy okazji omawiania implementacji do prawa polskiego art. 14b dyrektywy 2007/36/WE wprowadzonego przez art. 1 pkt 5 dyrektywy 2017/828 i w związku ze stwierdzonym, słusznie, przez Doktorantkę brakiem zharmonizowania mechanizmu sankcji za naruszenie lub niewykonanie przez doradców nałożonych na nich przepisami implementującym dyrektywę obowiązków, Autorka powinna nieco więcej miejsca poświęcić tej problematyce i bardziej stanowczo wyrazić swoje stanowisko w tej kwestii. Pogląd, że optymalnym rozwiązaniem byłby system jednolitego nadzoru na doradcami w całej UE sprawowanego przez ESMA (s. 324) jest interesujący, ale w związku z koniecznością uregulowania tej kwestii na szczeblu krajowym, przedstawienie przez Doktorantkę jedynie wariantów możliwych rozwiązań (s. 324) w zakresie egzekwowania obowiązków informacyjnych doradców, oraz dalszy wywód Autorki, o którym poniżej, nie wydają się wystarczające. Wartościowe byłoby opowiedzenie się za jakimś rozwiązaniem. Tymczasem Autorka stwierdza, że „*jak na razie praktyczne znaczenie polskiej regulacji będzie niewielkie*”, bo zgodnie z przepisami kolizyjnoprawnymi dyrektywy 2017/828 prawem właściwym dla realizacji obowiązków informacyjnych *proxy advisors* jest prawo państwa, w którym mają oni swoją siedzibę lub oddział, a póki co, w Polsce nie powstały takie siedziby lub oddziały (s. 324-



325). Takie ustalenia faktyczne nie zwalniają jednak Polski od obowiązku implementacji wspomnianych przepisów i jakieś konkretne rozwiązanie – póki co – należałoby zaproponować. Doktorantka z jednej strony nie rekomenduje w obecnym stanie wprowadzenie do polskiego prawa reżimu nadzoru administracyjnego, co mogłoby dodatkowo zniechęcić *proxy advisors* do działania w Polsce, z drugiej zaś nie opowiada się za wprowadzeniem szczególnej regulacji prywatnoprawnej, rozważając jedynie wariant minimalny w postaci implementacji obowiązków informacyjnych i poddania doradców do spraw głosowania jedynie ogólnemu reżimowi odpowiedzialności cywilnej (a więc *de facto* zaniechania jakichkolwiek działań implementacyjnych w tym zakresie), jednocześnie zwracając sama uwagę na nieefektywność takiego rozwiązania. Ostatecznie Doktorantka opowiada się za przyjęciem strategii *wait-and-see*, i ewentualnym wprowadzeniem „*nadzoru administracyjnego nad doradcami inwestorów do spraw głosowania po obserwacji rozwoju rynku w odpowiedzi na implementację unijnych przepisów*” (s. 325). Rozumiem takie zachowawcze podejście do omawianej problematyki, związane zapewne z dużym przywiązaniem Autorki niniejszej rozprawy do ekonomicznej analizy prawa i przytaczanym wielokrotnie w rozprawie słusznym skądinąd założeniem nauk ekonomicznych, że „*ingerencja ustawodawcy w relacje pomiędzy podmiotami profesjonalnymi powinna mieć miejsce wyłącznie wtedy, gdy instrumenty pozaprawne nie eliminują skutecznie zawodności rynku i wymaga tego interes publiczny*” (np. s. 252 rozprawy), ale właśnie w obliczu stwierdzonej przez Doktorantkę w recenzowanej rozprawie, i to przy wykorzystaniu ekonomicznej analizy prawa, zawodności obecnie funkcjonujących mechanizmów, w tym przede wszystkim mechanizmów kontroli poprzez „klasyczną” odpowiedzialność cywilną, wybranie strategii minimalistycznej, opisanej powyżej, nie wydaje się wystarczające.

Lekki niedosyt pozostawia również lektura rozprawy w części dotyczącej propozycji związanych z trzecią tezą normatywną rozprawy (a zarazem piątą i ostatnią tezą rozprawy). Otóż na stronie 307 i 349 Autorka stwierdza, że „*preferowanym rozwiązaniem jest nałożenie na doradców do spraw głosowania obowiązków informacyjnych w drodze norm imperatywnych*”, co powinno wiązać się „*z minimalnym poziomem reglamentacji, tj. zwłaszcza z obowiązkiem rejestracji doradców (raczej niż uzyskania koncesji lub zezwolenia)*”. Warte byłoby rozbudowanie tej myśli i wskazanie chociażby proponowanego organu rejestracyjnego oraz, przynajmniej minimalnego, odniesienie się do kwestii reglamentacji działalności gospodarczej (art. 37 i n. ustawy z dnia 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców, dalej jako p.p.), a w szczególności do problematyki działalności gospodarczej regulowanej (art. 43 p.p.), zwłaszcza że Autorka wspomina na stronie 184-185 o amerykańskim projekcie ustawy *The*

*Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017* z 11.10.2017 r., który przewiduje m.in. obowiązek rejestracji *proxy advisors* w SEC, do którego to rozwiązania można by ewentualnie nawiązać (przy pełnej świadomości, że proponowana w USA rejestracja związana jest z objęciem doradców nadzorem administracyjnym ze strony SEC, czego Autorka nie rekomenduje w odniesieniu do prawa polskiego).

Powyższe zastrzeżenia do rozprawy mają głównie charakter polemiczny i nie wpływają negatywnie na jej ocenę, która jest zdecydowanie pozytywna.

#### **IV. Wnioski końcowe**

W konkluzji recenzji należy podkreślić, że recenzowana rozprawa doktorska stanowi wartościową monografię z zakresu prawa rynku kapitałowego i prawa spółek. Dzięki wykorzystaniu metody ekonomicznej analizy prawa i częstym odniesieniom do prawa amerykańskiego, nabiera ona wręcz „anglosaskiego charakteru”, co w połączeniu z aktualnością i ważkością omawianej problematyki stanowi zdecydowanie atrybut pracy.

Doktorantka przedstawiła analizowane w pracy zagadnienia z wielu perspektyw, czyniąc to nie tylko w sposób klarowny i interesujący, ale również świadczący zarówno o Jej samodzielności naukowej, jaki i reprezentowanym przez Nią wysokim poziomie ogólnej wiedzy teoretycznej. Z uwagi na aktualność omawianej problematyki, wartościowość podejścia ekonomicznoprawnego oraz posłużenie się metodą komparatystyczną ze szczególnym uwzględnieniem prawa amerykańskiego, a także zasługujące na szczególną uwagę propozycje *de lege lata* dotyczące regulacji działalności *proxy advisors* w prawie polskim oraz nowość – głównie z perspektywy prawa polskiego – wielu z prezentowanych w rozprawie przez Autorkę stanowisk, opinii i poglądów, recenzowana rozprawa spełnia kryterium oryginalności.

Mając powyższe na uwadze należy stwierdzić, że recenzowana praca Pani mgr Izabeli Prager odpowiada wymogom stawianym rozprawom doktorskim w art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (tekst jedn.: Dz.U. z 2017 r., poz. 1789 ze zm.) i może stanowić podstawę do dalszych czynności w przewodzie doktorskim.



dr hab. Piotr Marcin Wiórek, LL.M.