



Warszawa, dnia 30 września 2018 r.

**Recenzja rozprawy doktorskiej Pani mgr Izabeli Prager pt. „Doradcy inwestorów do spraw głosowania (*proxy advisors*). Studium prawnoporównawcze”, napisanej pod kierunkiem naukowym prof. zw. dr hab. Michała Romanowskiego**

## **I. Uwagi ogólne**

1. Wybór problematyki badawczej zasługuje na pełną aprobatę. Problematyka ta jest bardzo nowatorska, złożona, wymagająca, ważna z punktu widzenia naukowych dociekań i ustaleń oraz aktualna a przez to, bez wątpienia godna rozprawy doktorskiej. Nadto, zakresłony w tytule przedmiot badań stanowi zagadnienie trudne i „nieuchwytnie” miejscami.

**Już na wstępie trzeba podkreślić, że ze wszystkimi wskazanymi powyżej wyzwaniem Doktorantka w pełni sobie poradziła co uczyniło Jej rozprawę znakomitą.** Lektura recenzowanej rozprawy stanowiła prawdziwą przygodę intelektualną, w którą zabrała mnie Autorka.

2. Recenzowana rozprawa jest pierwszą monograficzną pracą w polskiej literaturze prawniczej poświęconą doradcom do spraw głosowania.

3. Autorka bazowała na ogromnej literaturze (polskiej i zagranicznej), zróżnicowanej dokumentacji oraz polskich, unijnych, amerykańskich (federalnych oraz stanowych), brytyjskich i francuskich źródłach prawa. Pracę cechuje niezwykle umiejętne i pogłębione wykorzystanie literatury *law & economics*, w istocie o charakterze ekonomicznym, gdyż w tym obszarze badawczym podstawowym jest instrumentarium ekonomiczne wykorzystywane względem płaszczyzny regulacyjnej. W pracy przygotowywanej w dziedzinie nauk prawnych Autorka sięgnęła również bardzo obszernie, co oczywiste, do literatury prawniczej, a zachowanie idealnego wręcz balansu pomiędzy w/w doktrynami stanowi wielką zaletę pracy świadczącą o dojrzałości naukowej objawiającej się dużą samodzielnością.
4. Doktorantka precyzyjnie we Wstępie nakreśliła cele prowadzonych badań naukowych, wyartykułowała przedmiot, którym się będzie zajmowała a także ustaliła zakres pracy doktorskiej uzasadniając w pełni jej konstrukcję, jako taką jak również poszczególne elementy struktury rozprawy. Szczególną uwagę zwraca bardzo wyraźne postawienie (pięciu) tez rozprawy, dwóch pozytywnych i trzech normatywnych.
5. Rozprawę zamyka prawidłowo sporządzone, obszerne i bogate treściowo zakończenie.
6. Należy wskazać na prawidłową strukturę pracy, co dotyczy zarówno przedmiotu poszczególnych jednostek redakcyjnych, jak i ich chronologii (w zakresie tym wyraźnie czuje się, choć nie widzi, znakomitą „metodologiczną rękę” promotora recenzowanej rozprawy).

7. W pracy przyjęto metodę formalno – dogmatyczną. Ponadto Autorka zastosowała metodę prawnoporównawczą (w odmianie tzw. komparatystyki funkcjonalnej polegającej na identyfikacji i porównywaniu instytucji pełniących te same lub zbliżone funkcje) trafnie uzasadniając wybór tych, a nie innych systemów prawnych (zwłaszcza amerykańskiego) jako podstawy porównań. Poza tymi dwiema, klasycznymi metodami Doktorantka zdecydowała się (bardzo słusznie), z uwagi na przedmiot i cel rozprawy, na szerokie zastosowanie, stworzonej, rozwiniętej i niesłychanie popularnej w USA, metody ekonomicznej analizy prawa (*law & economics*), obejmującej w rzeczy samej metodę empiryczną.
  
8. Doktorantka zaprezentowała w swojej rozprawie bardzo ważny element warsztatu naukowego polegający na rzetelnej i pełnej dokumentacji prezentowanych poglądów, co jest widoczne w bogatej bibliografii, której poszczególne elementy przywoływane są w recenzowanym opracowaniu. Pracę cechuje również prawidłowa konstrukcja przypisów stanowiących częstokroć „małe bibliografie” i zaopatrzonych, we właściwych redakcyjnie i merytorycznie miejscach, w obszerne uwagi dygresyjne.
  
9. Praca nie budzi zastrzeżeń od strony językowej. Autorka jest sprawna nie tylko językowo, ale można rzec „pisarsko”. Nie ma Ona problemów z systematyką wywodów, definiując najpierw problem, a następnie go opisując. Ta umiejętność powoduje, że Czytelnik ma wrażenie usystematyzowanego wyводу prowadzonego w z góry założony i przygotowany sposób.

## II. Uwagi szczegółowe

10. Recenzowana praca składa się z 342 stron tekstu. Poza tym zawiera spis treści, wykaz skrótów oraz spis bibliograficzny, który zamyka opracowanie. Rozprawa składa się z dziesięciu rozdziałów, wstępu i rozbudowanego zakończenia.

Dysertacja Pani mgr Izabeli Prager obejmuje bardzo dużą liczbę zagadnień, jak już wspomniałem właściwych nie tylko prawu cywilnemu ale również ekonomii, nauk o zarządzaniu oraz *law & economics*.

11. Z uwagi na fakt, że praca jest bardzo obszerna i składa się aż z dziesięciu rozdziałów (co w konserwatywnym ujęciu mogłoby zostać uznane za wadę metodologiczną, natomiast w przekonaniu recenzenta, zwłaszcza z uwagi na zastosowane metody badawcze, jest to struktura jak najbardziej właściwa) zrezygnowano z „klasycznej” prezentacji wszystkich rozdziałów dysertacji, a poprzestając na odniesieniu się do niektórych z nich (tj. czwartego, szóstego, siódmego i ósmego oraz dziesiątego).

Poza rozważaniami recenzenta pozostały natomiast rozdziały: pierwszy, drugi, trzeci, piąty oraz dziewiąty. Wszystkie one opracowane zostały na wysokim poziomie, choć jakkolwiek zawierają niezbędne dla dysertacji treści i pozwalają na jej kwalifikację jako kompletnej, pełnią rolę drugorzędną, nie stanowiąc rozważań głównych, a raczej tło, bądź zagadnienia natury ogólnej. Tytułem uwagi krytycznej należy w tym miejscu podnieść niedoskonałość polegającą na zbyt powierzchownym potraktowaniu w rozdziale dziewiątym kwestii odpowiedzialności cywilnoprawnej doradców inwestorów do spraw głosowania.

12. Bardzo istotnym dla recenzowanej rozprawy jest rozdział czwarty zatytułowany: „Pobudzanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych – przegląd strategii regulacyjnych”. Otóż, co słusznie zauważyła Autorka, kwestia pobudzania aktywizmu akcjonariuszy jest zagadnieniem bardzo aktualnym i kontrowersyjnym. Zresztą jego rozstrzygnięcie oznaczać może przejście prawa spółek kapitałowych w inny, kolejny w ewolucji *corporate governance*, wymiar. Pytanie podstawowe jednak, wobec fundamentalnego założenia – *separation of ownership and control*, jako podstawowego elementu nowoczesnej spółki kapitałowej (zdiagnozowanego w „biblii” *corporate governance – The modern corporation and private property – przez Berle’a i Means’a*) brzmi: czy paradygmat ten próbować „zdemontować”, czy też nie? Oczywistym jest, że w debacie tej po obu stronach istnieją bardzo ważne, zarówno intelektualnie, jak i praktycznie, a też historycznie argumenty (ich „skarbnicą” jest prof. Mark Roe). Wielce ciekawy byłem, jako zwolennik raczej kursu konserwatywnego, stanowiska doktorantki. I tutaj przeżyłem mikro rozczarowanie, bo o ile wypowiedziała się Ona, co do skuteczności poszczególnych strategii w zakresie *shareholder engagement*, to nie zajęła wyraźnego stanowiska, czy jest „za” ewolucją prawa korporacyjnego. W kierunku odejścia od obowiązującego od lat 30 – tych XX w. paradygmatu (oczywiście przy założeniu dodatniej efektywności kosztowej takiej zmiany). Można wnosić, ale tylko wnosić, że Doktorantka byłaby skłonna zaakceptować taką zmianę, wobec czego pozostałem z pewnym niedosytem. Walorem zasadniczym rozdziału czwartego jest wskazanie instrumentów aktywizowania akcjonariuszy, zaprezentowanych na tle rozwiązań: amerykańskich, krajów członkowskich UE, jak i samej UE (choć rozwiązania postulowane, czy też wdrażane na poziomie unijnym cechują się często niedoskonałościami wynikającymi już to z koniecznego

kompromisu pomiędzy przedstawicielami krajów członkowskich, już to ze zbyt pochopnego naśladownictwa rozwiązań amerykańskich – samych w sobie dobrych, ale bezrefleksyjnie przenoszonych do realiów europejskich i tutejszego rynku kapitałowego bez koniecznej transpozycji połączonej ze stosowną mutacją).

13. Rozdział szósty („Doradcy inwestorów do spraw głosowania na rynku kapitałowym”) obrazuje pozycję *proxy advisors* (aktualne ramy prawne ich działalności, kierunki dalszej regulacji oraz wpływ tychże na wyniki głosowań walnych zgromadzeń, w oparciu o wyniki badań empirycznych). Szczególną uwagę zwraca kwestia definicji (w tym legalnej) terminu *proxy advisor*, funkcjonującej zasadniczo na poziomie doktrynalnym, poza wyjątkiem prawa unijnego z 2017 r. Zagadnienie to pozwala umieścić doradcę inwestora (w szczególności instytucjonalnego) do spraw głosowania, zwłaszcza na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, w architekturze *corporate governance*. Zabieg ten sam w sobie był zadaniem trudnym, a to z tej przyczyny, że tytułowy doradca staje się dopiero instrumentem wypełnienia luki w systemie ładu korporacyjnego i, o ile skala działalności *proxy advisors* jest już ogromna, to jeszcze nie powszechna, a na polskim rynku kapitałowym stosunkowo niewielka, zaś w doktrynie prawa spółek poruszana zaledwie incydentalnie. Autorka z próby tej wyszła zwycięsko, z wyczuciem otwierając pole, w krótkim rozdziale, do zasadniczych rozważań jakich wymagał od Niej przyjęty temat dysertacji. W moim przekonaniu, dla pełności obrazu, należałoby rozważyć, czy ujmowany obecnie, wąski zakres przedmiotowy nie powinien obejmować reprezentacji akcjonariusza na walnym zgromadzeniu. Doktorantka zaznacza bowiem, że czynność ta nie jest objęta przedmiotowym zakresem działania doradcy inwestora do spraw głosowania, jednak nie podejmuje rozważań co do ewentualnej zasadności

takiej zmiany. Jest to zagadnienie o tyle istotne, że po przygotowaniu rekomendacji przez doradców często dochodzi do sytuacji, w których są one niweczone, gdyż sam proces głosowania przebiega bezrefleksyjnie, a także w oderwaniu od kontekstu, jaki towarzyszył takiej rekomendacji (n.b. Autorka zwróciła na to uwagę we wcześniejszej części pracy). Dopiero w końcowej części rozdziału siódmego czytelnik może zapoznać się z uwagami w tym przedmiocie. Zabrakło zatem odesłania w stosownym miejscu rozdziału szóstego do rozdziału siódmego.

14. Rozdział siódmy zawiera prezentację kategorii usług świadczonych przez *proxy advisors* i regulacji dotyczących doradców tego rodzaju. Szczególną uwagę zwraca interdyscyplinarna część poświęcona istotowo najważniejszej kompetencji doradcy, tj. rekomendacjom, co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu. Lektura tego fragmentu pracy pozwala czytelnikowi zapoznać się nie tylko z zagadnieniami prawnymi (kwestie: procedury przygotowania rekomendacji, kwalifikacji doradcy oraz zarządzania konfliktem interesów) ale również z problematyką tzw. „osłony” procesu doradczego obejmującą komunikację z poszczególnymi kategoriami interesariuszy, w tym komunikację z mediami, bez której nie sposób wyobrazić sobie efektywne przeprowadzenie walnego zgromadzenia spółki publicznej, choćby z tej przyczyny, że media stanowią centralny punkt tzw. *market for corporate control*.

Wartość rozdziału siódmego leży w uporządkowanych wywodach obrazujących poszczególne kategorie usług (co za słowo!, choć lepszego nie ma) świadczonych przez doradców i poprowadzonych w kontekście zarówno obowiązujących, jak i projektowanych regulacji (tak normatywnych, jak i stanowiących tzw. *self – regulation mechanism*). Doktorantka dojrzałe opracowała rozdział siódmy, wykorzystując materiał

zagraniczny (w dużej części, co oczywiste, amerykański) i to zarówno doktrynalny, jak i źródła prawa oraz dokumenty kształtujące dobre praktyki. Jedyne, czego mi zabrakło to wyraźnego przejścia na kontekst polski, a raczej nawiązania do zapóźnionych realiów polskich, gdzie jakkolwiek funkcjonują doradcy do spraw głosowania, to dzieje się to w bardzo ubogim otoczeniu regulacyjnym sensu *largo*.

15. Wydaje się, że „serce” recenzowanej dysertacji stanowi jej rozdział ósmy zatytułowany „Doradcy inwestorów do spraw głosowania w perspektywie teorii agencji”. Trudno twierdzić, że jest to rozdział najlepszy, bardziej adekwatnym byłoby uznać go za najistotniejszy – tego rodzaju sformułowanie nie obniża wartości innych rozdziałów, co nie zachodzi (poszczególne z nich pełnią odmienne funkcje).

Doktorantka opracowując tę część rozprawy musiała zmierzyć się z teorią agencji, stanowiącą centralny moment *corporate governance* jak i newralgiczny obszar *law & economics*, w jego części, zajmującej się prawem korporacyjnym. Zadaniem jeszcze trudniejszym było umieszczenie *proxy advisors* w tejże perspektywie – co było poważnym wyzwaniem dlatego, że nie należą oni do kategorii głównych aktorów korporacyjnych, a jedynie (czy aż, jak chodzi o trudność ich wkomponowania w system ładu korporacyjnego), jak to ujęła Autorka „działają w ramach swoistej siatki relacji agencyjnych”.

Stopień skomplikowania tej części rozprawy wynikał również z faktu konieczności zmierzenia się z materiałem należącym do nauk prawnych (w zakresie prawa), nauk ekonomicznych (w zakresie tak ekonomii, jak i zarządzania) oraz *law & economics*, które nie stanowi przecież ani prostej sumy, ani też kombinacji obydwu dziedzin nauki. Wymagało to od Autorki wyczucia we wszystkich wskazanych obszarach i umiejętności zbudowania



wywodów w sposób znamionujący połączenie bardzo różnorodnego materiału.

Wreszcie, nieodzownym było umiejscowienie poszczególnych zagadnień w kontekście interdyscyplinarnym, jakim jest *corporate governance* – z natury swej zagadnienia globalnego, podlegającego ciągłej konwergencji (miejscami ocierającej się o unifikację), z wykorzystaniem komparatystyki funkcjonalnej.

Aby osiągnąć zadowalający efekt koniecznym było:

- 1) uchwycenie istoty problemu w teorii agencji, jaką jest ciągłe szukanie balansu pomiędzy sprzecznymi interesami wpisanymi nie tyle w teorię (ta powstała później), ile w nieusuwalny konflikt agencyjny – Doktorantka trafnie określiła to jako „łagodzenie” konfliktu agencyjnego”.
- 2) wpisanie *proxy advisors* w architekturę tegoż konfliktu, jako „wynałazku” relatywnie nowego, co Autorka osiągnęła widząc doradców jako swego rodzaju remedium oraz
- 3) zaprezentowanie, potencjalnie oczywistego, konfliktu interesów pomiędzy inwestorami, a doradcami, czyli odnalezienie się w swoistym „błędnym kole” wynikającym z wprowadzenia *proxy advisors* jako instrumentu łagodzenia konfliktu w sytuacji, kiedy doradcy ci sami znajdują się w (istotowo innym) konflikcie z inwestorami – Doktorantka zdiagnozowała ryzyka w tym przedmiocie oraz ich źródła.

Jakość opracowania rozdziału ósmego recenzowanej rozprawy pozwala skorzystać z dobrodziejstwa braku obowiązku zgłaszania uwag krytycznych, gdyż zderzenie stopnia trudności z efektem końcowym

zwalnia z tej czynności. Trudno o inną decyzję w sytuacji, kiedy mamy do czynienia z opracowaniem zagadnienia, na którego roztrząśnięcie nie poważyl się jak dotąd nikt w nauce polskiej.

16. Dysertację wieńczy rozdział dziesiąty, stanowiący naturalną konsekwencję rozważań zawartych w rozdziale dziewiątym, poświęcony wnioskowi dla prawa polskiego.

Trafne są spostrzeżenia Doktorantki dotyczące zarówno tendencji wzrastającej roli doradców na polskim rynku kapitałowym, jak i nienazwanego charakteru umowy o doradztwo do spraw głosowania (zwłaszcza jej odrębności od umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego, jak i wydawanych na podstawie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, rekomendacji o charakterze ogólnym).

Cenne są także wskazówki dla ustawodawcy, jakie powinien on, oby tak się stało, uwzględnić w procesie implementacji Dyrektywy 2017/828.

Szczególnie istotne są postulaty:

1). implementacji realizującej minimalne standardy dyrektywy (a to z uwagi na zauważalną od dłuższego czasu nadgorliwość ustawodawcy krajowego)

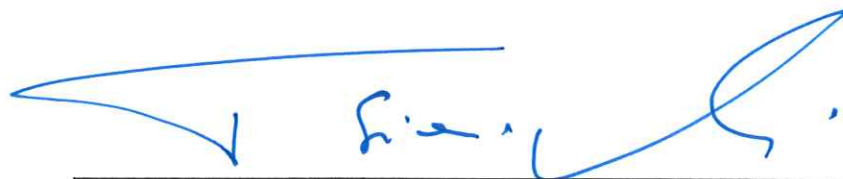
oraz

2). nałożenia na inwestorów instytucjonalnych i podmioty zarządzające aktywami obowiązków związanych z głosowaniem.

Natomiast Autorka powinna szerzej, niekoniecznie w rozdziale dziesiątym, być może w rozdziale szóstym (?) zaprezentować w dysertacji problematykę obowiązku lojalności *proxy advisors* w szerokim znaczeniu (tj. wobec inwestorów, ich uczestników, jak i spółek portfelowych).

## Konkluzje

17. Zgłoszone w recenzji uwagi krytyczne nie wpływają na bardzo wysoką ocenę pracy. Stanowi ona samodzielne opracowanie poważnego zagadnienia naukowego, które Doktorantka wyraźnie postawiła i konsekwentnie starała się je zrealizować, wykonując przy tym rzetelną pracę badawczą. **Recenzowane opracowanie, z uwagi na swoją wartość merytoryczną powinno zostać opublikowane, a także zgłoszone do konkursu (konkursów) oraz wyróżnienia wedle decyzji promotora.**
18. Zważywszy na znakomity poziom recenzowanej rozprawy uważam, że praca doktorska Pani Izabeli Prager stanowiąc oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz świadcząc o wysokiej wiedzy teoretycznej Autorki w uprawianej dyscyplinie naukowej jak również Jej umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, w pełni odpowiada wymogom stawianym przez art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. 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 przez to stanowi podstawę do podjęcia dalszych stadiów przewodu doktorskiego zmierzającego do nadania Doktorantce stopnia naukowego doktora nauk prawnych.



**prof. nadzw. SGH i UKSW dr hab. Tomasz Siemiątkowski**