

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 wywodów¹. 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

¹ 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 rozprawy²) 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.

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

