

**Doradcy inwestorów do spraw głosowania (*proxy advisors*). Studium prawno-porównawcze
Streszczenie pracy doktorskiej**

Przedmiotem rozprawy jest analiza podstawowych problemów prawnych związanych z naturą i regulacją usług świadczonych na rzecz akcjonariuszy spółek publicznych przez doradców inwestorów do spraw głosowania (*proxy advisors*) z perspektywy prawa polskiego, Unii Europejskiej i amerykańskiego. Doradcy inwestorów do spraw głosowania, świadczący usługi wydawania rekomendacji dla akcjonariuszy (w szczególności inwestorów instytucjonalnych) dotyczących sposobu wykonywania prawa głosu z akcji spółek publicznych są przedmiotem bardzo intensywnej debaty w kontekście ładu korporacyjnego o zasięgu globalnym. Wraz z podwyższającym się udziałem inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek publicznych na światowych rynkach kapitałowych rola doradców inwestorów do spraw głosowania na tych rynkach i ich wpływ na podstawowe konflikty, którymi interesuje się nauka o ładzie korporacyjnym nieustannie wzrasta. W tym kontekście szczególne znaczenie ma uregulowanie obowiązków informacyjnych doradców inwestorów do spraw głosowania w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniającej dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania¹.

Autorka pracy sformułowała dwa zasadnicze cele prowadzonej analizy.

Pierwszym celem pracy było dokonanie analizy roli, jaką doradcy inwestorów do spraw głosowania odgrywają na rynkach kapitałowych (w szczególności w związku z tendencjami regulacyjnymi zmierzającymi do pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych) oraz ram prawnych świadczonych przez nich usług.

Drugim celem pracy, wyznaczającym jednocześnie istotę określonego w niej problemu badawczego, było określenie: (i) czy – w świetle obserwacji o istnieniu konfliktu interesów (konfliktu agencyjnego) pomiędzy *proxy advisors* a inwestorami instytucjonalnymi – pojawia się potrzeba ochrony interesu inwestorów instytucjonalnych (zwłaszcza funduszy inwestycyjnych otwartych i funduszy emerytalnych) i pośrednio interesu ich klientów poprzez ograniczenie swobody umów pomiędzy doradcą inwestorów do spraw głosowania a inwestorem lub ograniczenie swobody działalności gospodarczej takiego doradcy; oraz (ii) przy pomocy jakich instrumentów prawnych należy tego dokonać.

Realizacja tak zakreślonych celów pracy pozwoliła na weryfikację następujących tez, w tym postulatów *de lege ferenda*:

- (i) prawodawcy dążą do pobudzania aktywnego wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu spółki publicznej przez inwestorów instytucjonalnych i nakładają na nich obowiązki związane z głosowaniem z akcji spółek portfelowych. Z drugiej strony, prawo nakłada na inwestorów instytucjonalnych obowiązki dywersyfikacji portfela. Współistnienie tych tendencji regulacyjnych prowadzi do sytuacji, w której inwestorzy

¹ Dz.Urz. UE L 132 z 20.5.2017 r., s. 1.

instytucjonalni wykonują prawo głosu bezrefleksyjnie (np. opierając się na rekomendacjach zarządów spółek), wyłącznie w celu formalistycznego wykonania przewidzianych prawem obowiązków. Zjawisko to określane jest mianem racjonalnej powściągliwości. Doradcy inwestorów do spraw głosowania pozwalają na obniżenie kosztów związanych z głosowaniem z akcji i stają się swoistą „protezą” oczekiwanej przez prawodawcę aktywności inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy;

- (ii) rozpowszechnienie korzystania z usług doradców inwestorów do spraw głosowania, przy utrzymaniu prawnych i ekonomicznych przyczyn racjonalnej powściągliwości inwestorów instytucjonalnych, stwarza ryzyko powstania konfliktu agencyjnego między doradcami inwestorów do spraw głosowania a inwestorami instytucjonalnymi polegające na przedkładaniu przez doradców inwestorów do spraw głosowania własnych interesów nad interesy akcjonariuszy spółki. Źródłem tego konfliktu jest uzyskanie przez osoby niebędące akcjonariuszami istotnego wpływu na bieg spraw spółki bez ponoszenia ryzyka inwestorskiego, co zazwyczaj prowadzi do pokusy nadużycia (hazardu moralnego);
- (iii) optymalnym rozwiązaniem pozwalającym na łagodzenie konfliktu agencyjnego pomiędzy doradcami inwestorów do spraw głosowania a inwestorami instytucjonalnymi jest pośrednia regulacja *proxy advisors* polegająca na ograniczaniu barier dla inwestorów do udziału w walnym zgromadzeniu i takie modyfikacje obowiązków związanych z głosowaniem oraz obowiązków dywersyfikacyjnych, które promowały będą strategię zaangażowania akcjonariuszy, jednocześnie zezwalając na niewykonywanie prawa głosu, gdy leży to w interesie klientów inwestora instytucjonalnego (tj. w sytuacji, kiedy koszty wiążące się dla inwestora z analizą dokumentów przedkładanych walnemu zgromadzeniu i udziałem w nim przewyższają potencjalny zysk wiążący się dla takiego inwestora z podjęciem przez walne zgromadzenie uchwały określonej treści);
- (iv) przy utrzymaniu istniejących przyczyn racjonalnej powściągliwości inwestorów instytucjonalnych, ze względu na ochronę zaufania w obrocie, a także – pośrednio – ochronę nieprofesjonalnych uczestników rynku kapitałowego, konieczna jest regulacja działalności *proxy advisors* za pomocą instrumentów prawnych *ex ante* ograniczających konflikt agencyjny pomiędzy doradcami inwestorów do spraw głosowania a inwestorami (np. obowiązków informacyjnych, nadzoru administracyjnego lub szczególnych zasad odpowiedzialności cywilnej);
- (v) preferowaną strategią regulacyjną jest nałożenie na doradców inwestorów do spraw głosowania (w drodze norm imperatywnych) obowiązków informacyjnych dotyczących faktycznych i potencjalnych konfliktów interesów oraz przyjętej procedury wydawania rekomendacji co do sposobu głosowania z akcji analizowanych spółek portfelowych.