

mgr Stanisław Stefaniak

Tytuł rozprawy: Prawne aspekty zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny spółek giełdowych

Przedmiotem niniejszej rozprawy doktorskiej są prawne aspekty zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny spółek giełdowych. Zaangażowanie akcjonariuszy – w praktyce dotyczące głównie szczególnej podgrupy akcjonariuszy, jaką stanowią inwestorzy instytucjonalni – można najogólniej rozumieć jako przybieranie przez akcjonariuszy aktywnej postawy wobec spółki i jej organów, zarówno poprzez korzystanie przez nich z uprawnień korporacyjnych, jak i poprzez oddziaływanie na spółkę w sposób nieformalny. Problematyka ta jest istotna z dwóch względów.

Po pierwsze, zaangażowanie akcjonariuszy jest zjawiskiem empirycznym obserwowanym coraz częściej w praktyce funkcjonowania zachodnich rynków giełdowych. Wraz z postępującym od kilku dekad skupieniem coraz większego udziału akcji w portfelach inwestorów instytucjonalnych, zdolność wywierania przez tego typu inwestorów wpływu na spółki giełdowe wzrasta. Inwestorzy instytucjonalni nie stronią od rzeczywistego wywierania tego wpływu, m.in. poprzez publikowanie polityk głosowania z akcji w określonych kategoriach spraw, aktywne głosowanie zgodnie z nimi oraz dialog z kierownictwem spółek. Dalej jeszcze idą działania tzw. aktywistycznych funduszy hedgingowych, dla których oddziaływanie na kierownictwo spółek, przybierające niekiedy agresywne formy, stanowi wręcz podstawową strategię inwestycyjną.

Równocześnie, wzmacnianie zaangażowania akcjonariuszy uznawane jest wspólnie przez unijnego – a w ślad za nim również polskiego – prawodawcę za jeden z ważniejszych mechanizmów dobrego ładu korporacyjnego. Już preambuła przyjętej w 2007 r. tzw. dyrektywy o prawach akcjonariuszy (dyrektywy 2007/36/WE) podkreślała, że „skuteczna kontrola sprawowana przez akcjonariuszy jest nieodzownym wymogiem dobrego ładu korporacyjnego i w związku z tym powinno się ją ułatwiać i promować”. Kolejnym wyrazem tej tendencji legislacyjnej było przyjęcie w 2017 r. dyrektywy 2017/828 zmieniającej dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania. Dyrektywa ta ma na celu dalsze ułatwianie wykonywania uprawnień akcjonariuszy oraz nakłada szczególne obowiązki związane z zaangażowaniem na inwestorów instytucjonalnych w celu ich większej aktywizacji.

Pomimo istotnego znaczenia tego zjawiska w praktyce i jego podniesienia do rangi jednego z aksjologicznych filarów unijnej regulacji ładu korporacyjnego, zaangażowanie akcjonariuszy rodzi szereg problemów prawnych na gruncie prawa spółek oraz prawa rynku kapitałowego. Problemy te uzasadniają podjęcie analizowanej tematyki w rozprawie. Cele badawcze rozprawy obejmują identyfikację głównych form zaangażowania akcjonariuszy, a następnie wskazanie głównych problemów prawnych powstających w związku ze zidentyfikowanymi formami zaangażowania oraz proponowanie ich rozwiązań. Celem pracy jest także ocena, na ile relevantne instytucje polskiego prawa spółek oraz prawa rynku kapitałowego wspierają lub w nieuzasadniony sposób utrudniają zaangażowanie inwestorów.

Rozdział 1 zawiera wprowadzenie do tematyki rozprawy, obejmujące wyjaśnienie stosowanej siatki pojęciowej, nakreślenie kontekstu rynkowego badanego zjawiska oraz identyfikację głównych form zaangażowania inwestorów. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych jest też poddane analizie z perspektywy ekonomicznej teorii agencji, używanej powszechnie w literaturze do wyjaśniania mechanizmów ładu korporacyjnego. W Rozdziale 1 zidentyfikowane zostają następujące główne formy zaangażowania inwestorów: bezpośredni dialog ze spółką, współpraca z pozostałymi akcjonariuszami, kształtowanie składu osobowego

radę nadzorczą oraz wykonywanie uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem. Zidentyfikowane formy zaangażowania wyznaczają zakres przedmiotowy analizy w dalszych rozdziałach pracy.

Rozdział 2 dotyczy prawnych uwarunkowań bezpośredniego dialogu pomiędzy spółką giełdową a inwestorami instytucjonalnymi. W rozdziale tym analizowany jest, po pierwsze, potencjalny konflikt pomiędzy selektywnym charakterem ujawniania inwestorom informacji w toku dialogu ze spółką a przepisami Kodeksu spółek handlowych (KSH) nakazującymi równe traktowanie akcjonariuszy. Poza ogólną zasadą równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH), szczególnie istotne są w tym kontekście ograniczenia wynikające z art. 428 § 7 KSH, który nakazuje ujawnienie – w spółce giełdowej niezwłocznie, w formie raportu bieżącego – informacji udzielonych selektywnie akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem.

Następnie, analizowany jest wpływ zasad postępowania z informacją poufną na gruncie rozporządzenia ws. nadużyć na rynku (MAR) na dialog spółki giełdowej z akcjonariuszami. Z jednej strony, prawne konsekwencje wejścia w posiadanie informacji poufnej stanowią dla inwestorów ryzyko prowadzenia dialogu ze spółką; jak jednak wskazuję, szereg elementów reżimu MAR ogranicza to ryzyko. Z drugiej strony, inwestorzy wyjątkowo mogą chcieć lub godzić się na wejście w posiadanie informacji poufnych w toku dialogu ze spółką, co uzasadnia analizę dopuszczalności ujawnienia im informacji poufnych w takich okolicznościach.

Ostatnią instytucją omawianą w Rozdziale 2 jest prawo spółki giełdowej do identyfikacji akcjonariuszy, stanowiące w założeniu prawodawcy mechanizm wzmacniania dialogu spółki z inwestorami.

W **Rozdziale 3** analizowane są ograniczenia dla współdziałania akcjonariuszy wynikające z przepisów ustawy o ofercie publicznej regulujących instytucję działania w porozumieniu (ang. *acting in concert*). Rozdział obejmuje szczegółową i krytyczną analizę polskich przepisów dotyczących działania w porozumieniu na tle ich unijnego pierwowzoru, a także porównawczy przegląd metod akomodacji zaangażowania inwestorów w ramach tej instytucji, m.in. poprzez rozwiązania o charakterze tzw. bezpiecznej przystani (ang. *safe harbour*). W dalszej kolejności rozpatrywany jest problem dopuszczalności egzekwowania przez samą spółkę sankcji zawieszenia prawa głosu w związku z (domniemanym) naruszeniem przez akcjonariusza obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji, poprzez niedopuszczenie akcjonariusza do głosowania na walnym zgromadzeniu.

W **Rozdziale 4** analizowane są interakcje pomiędzy inwestorami a radą nadzorczą. W pierwszej kolejności analizie poddano mechanizmy prawne umożliwiające mniejszościowym akcjonariuszom kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej. Instytucja wyboru członków rady nadzorczej grupami (art. 385 § 3 i n. KSH) została w tym kontekście oceniona krytycznie na tle jej bardziej nowoczesnych funkcjonalnych odpowiedników, przyjętych w wybranych innych porządkach prawnych. Po drugie, w rozdziale tym zrekonstruowano ramy prawne komunikacji rady nadzorczej oraz jej poszczególnych członków z akcjonariuszami, przede wszystkim z perspektywy obowiązków lojalności i zachowania poufności przez członków rady nadzorczej.

Rozdział 5 dotyczy wykonywania uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy w związku z walnym zgromadzeniem. Analizowanych jest w nim kilka problemów dotyczących tej formy zaangażowania. Pierwszym z nich jest kwestia dopuszczalności podejmowania przez walne zgromadzenie spółki akcyjnej uchwał w sprawach niezastrzeżonych wprost do kompetencji tego organu (tzw. uchwał samoistnych). Drugim zagadnieniem jest ocena, na ile przepisy dotyczące uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy pozwalają, aby porządek obrad walnego

zgromadzenia pełnił efektywnie funkcję forum dialogu pomiędzy akcjonariuszami przed walnym zgromadzeniem.

Po trzecie, ocenie podlega skuteczność przewidywanych przez KSH form zdalnego (*in absentia*) wykonywania prawa głosu. Krytycznej analizie poddane zostają przepisy dotyczące głosowania przez pełnomocnika, głosowania korespondencyjnego oraz głosowania elektronicznego, ze szczególnym uwzględnieniem *novum* w postaci możliwości oddania głosu przez pośredników finansowych, wprowadzonego w wyniku implementacji dyrektywy 2017/828. Analiza ta prowadzi do wniosku, że przepisy te nie zapewniają efektywnie możliwości udziału w walnym zgromadzeniu i głosowania *in absentia* oraz że model walnego zgromadzenia przyjęty w KSH pozostaje oparty na fizycznym udziale akcjonariuszy w obradach. Model ten poddany zostaje krytyce jako ograniczający partycypację inwestorów zewnętrznych w ładzie korporacyjnym, wraz z przedstawieniem propozycji zmian.

Rozdział zamyka analiza obowiązku lojalności akcjonariusza jako potencjalnego narzędzia zarówno zwiększania, jak i ograniczania wpływu akcjonariuszy na spółkę.

Rozdział 6 dotyczy prawnych instrumentów wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. Rozdział ten zawiera porównawczą analizę technik regulacyjnych wzmacniania zaangażowania inwestorów w prawie amerykańskim i angielskim, oraz stopnia umocowania tych regulacyjnych inicjatyw w prywatnoprawnych zobowiązaniach powierniczych inwestorów wobec ich beneficjentów lub klientów. Analiza ta stanowi tło dla szczegółowego badania obowiązków informacyjnych związanych z zaangażowaniem wprowadzonych do prawa polskiego w wyniku implementacji dyrektywy 2017/828 w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania. Obejmuje ono ocenę skuteczności tych rozwiązań we wzmacnianiu zaangażowania inwestorów. Poza przepisami implementującymi dyrektywę 2017/828, zaangażowanie rozpatrywane jest w kontekście ogólnego obowiązku inwestora instytucjonalnego do działania w najlepszym interesie beneficjentów. Ponadto, jako mechanizm motywujący do podejmowania zaangażowania, rozpatrywana jest potencjalna odpowiedzialność cywilnoprawna inwestora wobec beneficjenta lub klienta.

Rozprawę zamyka **Podsumowanie**.

Efektem przeprowadzonych w rozprawie badań jest identyfikacja problemów prawnych związanych z zaangażowaniem, powstających w różnych kontekstach, oraz zaproponowanie ich rozwiązań – zarówno w drodze wykładni prawnej, jak i formułowania postulatów reform, opartych na szerokich badaniach prawnoporównawczych. Z uwagi na przekrojowy charakter analizy, rozprawa nie zmierza do weryfikacji jednej, całościowej tezy, np. co do tego, czy polskie prawo spółek i rynku kapitałowego w ogóle sprzyjają zaangażowaniu akcjonariuszy – tezy częściowe stawiane są i bronię w kontekście poszczególnych analizowanych instytucji prawnych.