

# Spis treści

<b>Przedmowa</b> .....	XIII
<b>Wykaz skrótów</b> .....	XV
<b>Bibliografia</b> .....	XXIII
<b>Wykaz aktów prawnych</b> .....	XLV
<b>Wykaz orzecznictwa</b> .....	LIII
<b>Wstęp</b> .....	1
§ 1. Istota problemu – przeciwdziałanie zjawisku racjonalnej apatii akcjonariuszy .....	1
§ 2. Cele badawcze .....	8
§ 3. Tezy .....	9
§ 4. Struktura monografii .....	10
§ 5. Uwagi metodologiczne .....	13
<b>Rozdział I. Wielostopniowa teoria agencji jako punkt odniesienia dla wykonywania uprawnień korporacyjnych przez inwestorów instytucjonalnych</b> .....	19
§ 1. Wprowadzenie. Założenia teorii agencji .....	19
§ 2. Oddzielenie własności od kontroli i zjawisko racjonalnej apatii .....	22
§ 3. Wielostopniowy konflikt agencji ( <i>multiple agency conflict</i> ) .....	25
§ 4. Racjonalna powściągliwość ( <i>rational reticence</i> ) w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych przez inwestorów instytucjonalnych .....	28
§ 5. Wnioski .....	33
<b>Rozdział II. Inwestorzy instytucjonalni</b> .....	35
§ 1. Wprowadzenie .....	35
§ 2. Pojęcie inwestora instytucjonalnego .....	36
I. Fundusze inwestycyjne – uwagi ogólne .....	41
II. Fundusze emerytalne – uwagi ogólne .....	46
§ 3. Pobudzanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych a ochrona inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym .....	51
§ 4. Wnioski .....	52
<b>Rozdział III. Ochrona interesu inwestorów w prawie funduszy inwestycyjnych otwartych i funduszy emerytalnych</b> .....	55
§ 1. Wprowadzenie .....	55
§ 2. Obowiązek działania z uwzględnieniem interesu klienta .....	56

I. Obowiązek działania z uwzględnieniem interesu uczestników funduszu inwestycyjnego .....	57
II. Obowiązek działania z uwzględnieniem interesu członków funduszu emerytalnego .....	63
§ 3. Polityka inwestycyjna inwestorów instytucjonalnych i limity inwestycyjne .....	66
I. Prawne ramy polityki inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych .....	68
II. Prawne ramy polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych ... ..	74
§ 4. Wnioski .....	80
<b>Rozdział IV. Pobudzanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych – przegląd strategii regulacyjnych .....</b>	<b>85</b>
§ 1. Wprowadzenie .....	85
§ 2. Metody pobudzania zaangażowania akcjonariuszy spółek publicznych .....	87
§ 3. Obowiązki inwestorów instytucjonalnych związane z wykonywaniem prawa głosu w spółkach portfelowych .....	89
§ 4. Rozszerzanie uprawnień WZA .....	91
§ 5. Likwidowanie barier dla akcjonariuszy w udziale w WZA i wykonywaniu nadzoru nad spółkami .....	93
§ 6. Obowiązki inwestorów instytucjonalnych związane z wykonywaniem prawa głosu jako najistotniejszy z czynników kreujących popyt na usługi doradców inwestorów do spraw głosowania .....	96
I. Obowiązek wykonywania prawa głosu .....	98
II. Obowiązek posiadania polityki głosowania i publikowania sprawozdania dotyczącego sposobu głosowania .....	102
1. Obowiązek posiadania polityki głosowania i publikowania sprawozdania dotyczącego sposobu głosowania w amerykańskim prawie federalnym .....	102
2. Strategia wykonywania prawa głosu w prawie unijnym i polskim .....	106
A. Dobre praktyki .....	106
B. Prawo powszechnie obowiązujące .....	112
§ 7. Wnioski .....	114
<b>Rozdział V. Strategie regulacyjne pobudzania aktywności akcjonariuszy instytucjonalnych na rynku wewnętrznym Unii Europejskiej – Dyrektywa 2017/828 .....</b>	<b>119</b>
§ 1. Wprowadzenie. Przyczyny i cele harmonizacji strategii regulacyjnych pobudzania aktywności akcjonariuszy instytucjonalnych na rynku wewnętrznym UE w świetle zasady pomocniczości .....	119

§ 2. Polityka zaangażowania akcjonariuszy w Dyrektywie 2017/828, jako przykład strategii nakładania na inwestorów instytucjonalnych obowiązków związanych z głosowaniem .....	123
§ 3. Rozszerzanie uprawnień WZA w Dyrektywie 2017/828 .....	128
I. <i>Say on pay</i> w Dyrektywie 2017/828 jako przykład strategii rozszerzania uprawnień WZA .....	128
1. Strategia <i>say on pay</i> .....	128
2. Doświadczenia amerykańskie z instytucją <i>say on pay</i> w Dodd-Frank Act .....	130
3. Wynagrodzenia członków organów spółki w prawie polskim .....	131
4. <i>Say on pay</i> w Dyrektywie 2017/828 .....	135
A. Polityka wynagrodzeń .....	136
B. Sprawozdanie o wynagrodzeniach .....	143
II. Nadzór akcjonariuszy nad transakcjami z podmiotami powiązanymi jako przykład strategii rozszerzania uprawnień WZA .....	145
1. Uzasadnienie dla nadzoru akcjonariuszy nad transakcjami z podmiotami powiązanymi .....	145
2. Nadzór akcjonariuszy nad transakcjami z podmiotami powiązanymi w prawie amerykańskim .....	151
3. Nadzór akcjonariuszy nad transakcjami z podmiotami powiązanymi a prawo polskie .....	152
4. Nadzór akcjonariuszy nad transakcjami z podmiotami powiązanymi w Dyrektywie 2017/828 .....	155
5. Transakcje z podmiotami powiązanymi a doradcy inwestorów do spraw głosowania .....	165
§ 4. Prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy jako przykład strategii ograniczania barier dla akcjonariuszy w udziale w WZA .....	166
I. Potrzeba komunikacji między akcjonariuszami a spółką poza WZA jako uzasadnienie prawa spółki do identyfikacji akcjonariuszy .....	166
II. Prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy w prawie amerykańskim .....	169
III. Identyfikacja akcjonariuszy a prawo polskie .....	170
IV. Prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy w Dyrektywie 2017/828 .....	172
§ 5. Wnioski .....	176
<b>Rozdział VI. Doradcy inwestorów do spraw głosowania na rynku kapitałowym .....</b>	<b>181</b>
§ 1. Wprowadzenie .....	181

§ 2. Wpływ doradców inwestorów do spraw głosowania na wyniki głosowań na WZA – wyniki badań empirycznych .....	184
§ 3. Ramy prawne działalności doradców inwestorów do spraw głosowania – uwagi ogólne .....	190
§ 4. Kierunki dalszej regulacji doradców inwestorów do spraw głosowania – uwagi ogólne .....	194
§ 5. Doradcy inwestorów do spraw głosowania – definicja legalna .....	196
§ 6. Wnioski .....	200
<b>Rozdział VII. Usługi świadczone przez doradców inwestorów do spraw głosowania i ramy prawne dla ich wykonywania .....</b>	<b>203</b>
§ 1. Wprowadzenie .....	203
§ 2. Ogólna polityka głosowania na WZA ( <i>house voting policy</i> ) .....	204
I. Procedura przygotowania polityki głosowania na WZA .....	205
II. Treść polityki głosowania .....	210
§ 3. Rekomendacje co do sposobu głosowania na WZA .....	214
I. Procedura przygotowania rekomendacji .....	215
II. Kwalifikacje i liczba pracowników doradców inwestorów do spraw głosowania .....	219
III. Zarządzanie konfliktem interesów .....	221
IV. Komunikacja z emitentami i innymi interesariuszami .....	227
1. Komunikacja z emitentami i akcjonariuszami składającymi propozycje uchwał .....	227
2. Komunikacja z mediami .....	231
§ 4. Indywidualne polityki głosowania (strategie wykonywania prawa głosu) na WZA .....	232
§ 5. Usługi pomocnicze .....	234
§ 6. Usługi doradztwa na rzecz emitentów .....	236
§ 7. Pełnomocnictwo do głosowania jako instrument profesjonalizacji wykonywania prawa głosu na WZA .....	237
§ 8. Usługi doradców inwestorów do spraw głosowania a rozszczępienie uprawnień z akcji .....	240
§ 9. Wnioski .....	242
<b>Rozdział VIII. Doradcy inwestorów do spraw głosowania w perspektywie teorii agencji .....</b>	<b>245</b>
§ 1. Wprowadzenie .....	245
§ 2. Łagodzenie konfliktu agencyjnego w spółkach publicznych dzięki usługom doradców inwestorów do spraw głosowania .....	246
I. Obniżenie kosztów głosowania wymaganego przepisami prawa .....	247

II. Obniżenie kosztów aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych w sytuacjach, gdy nie wymagają tego przepisy prawa .....	249
III. Przełamanie problemu kolektywnego działania inwestorów ....	250
1. Problem kolektywnego działania – definicja .....	250
2. Problem kolektywnego działania – przyczyny ekonomiczne .....	250
3. Przepisy o działaniu w porozumieniu ( <i>acting in concert</i> ) jako czynnik prawny potęgujący problem kolektywnego działania .....	252
IV. Redukcja społecznego (ogólnego) kosztu zdobycia informacji	255
V. Promowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego .....	256
§ 3. Konflikt interesów pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a doradcami inwestorów do spraw głosowania w świetle teorii agencji .....	257
I. Zastosowanie teorii agencji do relacji między inwestorami instytucjonalnymi a doradcami inwestorów do spraw głosowania .....	257
II. Wykonywanie umowy o doradztwo do spraw głosowania w sytuacji konfliktu interesów .....	259
1. Jednoczesne świadczenie usług na rzecz spółek publicznych .....	260
2. Przynależność doradcy inwestorów do spraw głosowania do grupy kapitałowej, której co najmniej jedna ze spółek ma interes w rekomendacji doradcy .....	262
3. Relacje doradcy inwestorów do spraw głosowania z inwestorami o różnej strategii inwestycyjnej .....	263
III. Nienależyta staranność w wykonywaniu umów o doradztwo do spraw głosowania .....	264
1. Ryzyko przygotowania rekomendacji niedostosowanych do sytuacji w konkretnych spółkach .....	265
2. Ryzyko przygotowania rekomendacji niedostosowanych do stanu prawnego i praktyk rynkowych w konkretnych jurysdykcjach .....	266
§ 4. Ograniczona rola rynkowych mechanizmów łagodzenia konfliktu agencyjnego między doradcami inwestorów do spraw głosowania a inwestorami instytucjonalnymi .....	269
I. Rola rynkowych mechanizmów łagodzenia konfliktu agencyjnego .....	269
II. Monitorowanie doradców do spraw głosowania przez inwestorów instytucjonalnych .....	270

III. Ograniczona konkurencja na rynku doradców inwestorów do spraw głosowania .....	273
IV. Bariery wejścia na rynek doradców inwestorów do spraw głosowania .....	274
1. Przewaga „pierwszego ruchu” ( <i>first-mover advantage</i> ) .....	275
2. Pozostałe bariery wejścia na rynek .....	276
V. Kontrola nad doradcami inwestorów do spraw głosowania wynikająca z mechanizmów rynku kapitałowego .....	278
VI. Rola reputacji .....	279
§ 5. Wnioski .....	280
<b>Rozdział IX. Potrzeba regulacji sektora doradców inwestorów do spraw głosowania .....</b>	<b>283</b>
§ 1. Wprowadzenie – uzasadnienie potrzeby regulacji sektora doradców inwestorów do spraw głosowania .....	283
§ 2. Metody regulacji sektora doradców inwestorów do spraw głosowania .....	286
§ 3. Dobre praktyki doradców inwestorów do spraw głosowania .....	289
I. Uwagi ogólne – zbiory dobrych praktyk .....	289
II. Dobre praktyki jako metoda regulacji doradców inwestorów do spraw głosowania w BPP .....	291
§ 4. Obowiązki informacyjne doradców inwestorów do spraw głosowania .....	295
I. Uwagi ogólne – obowiązki informacyjne .....	295
II. Obowiązki informacyjne jako metoda regulacji doradców inwestorów do spraw głosowania w Dyrektywie 2017/828 .....	297
1. Dyrektywa jako narzędzie harmonizacji przepisów dotyczących doradców inwestorów do spraw głosowania .	298
2. Prawo właściwe dla obowiązków informacyjnych doradców inwestorów do spraw głosowania .....	299
3. Treść obowiązków informacyjnych doradców inwestorów do spraw głosowania i sposób ich wykonania .....	301
4. Egzekwowanie obowiązków informacyjnych doradców inwestorów do spraw głosowania i sankcje za ich naruszenie lub niewykonanie .....	304
5. Ocena mechanizmu obowiązków informacyjnych w Dyrektywie 2017/828 .....	305
§ 5. Nadzór administracyjny nad działalnością doradców inwestorów do spraw głosowania .....	307
I. Uwagi ogólne – nadzór administracyjny nad podmiotami rynku kapitałowego .....	307

II. Nadzór administracyjny jako metoda regulacji doradców inwestorów do spraw głosowania w projektowanym <i>The Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 ...</i>	311
§ 6. Odpowiedzialność cywilnoprawna doradców inwestorów do spraw głosowania .....	315
§ 7. Regulacja pośrednia doradców inwestorów do spraw głosowania .....	318
I. Uwagi ogólne – regulacja pośrednia doradców inwestorów do spraw głosowania .....	318
II. Obowiązki informacyjne inwestorów instytucjonalnych .....	319
III. Częściowa deregulacja inwestorów instytucjonalnych .....	320
1. Ograniczanie barier dla udziału akcjonariuszy w WZA .....	322
2. Modyfikacja obowiązków inwestorów instytucjonalnych związanych z głosowaniem w spółkach portfelowych .....	323
3. Modyfikacje obowiązków dywersyfikacyjnych limitujących udział inwestora instytucjonalnego w kapitale zakładowym jednego podmiotu .....	325
§ 8. Wnioski .....	327
<b>Rozdział X. Doradcy inwestorów do spraw głosowania – wnioski dla prawa polskiego</b> .....	331
§ 1. Wprowadzenie – doradcy inwestorów do spraw głosowania na polskim rynku kapitałowym .....	331
§ 2. Kwalifikacja prawna działalności doradców inwestorów do spraw głosowania w świetle prawa polskiego przed implementacją Dyrektywy 2017/828 .....	333
§ 3. Przyszła regulacja działalności doradców inwestorów do spraw głosowania w prawie polskim .....	336
I. Uwagi wstępne – niski popyt na usługi doradców do spraw głosowania a konieczność implementacji Dyrektywy 2017/828 .....	336
II. Zakres koniecznych zmian w prawie polskim w związku z implementacją Dyrektywy 2017/828 .....	338
III. Definicja doradców inwestorów do spraw głosowania .....	342
IV. Obowiązki informacyjne doradców inwestorów do spraw głosowania – uwagi co do implementacji przepisów art. 3j .....	344
V. Sankcje za naruszenie lub niewykonanie obowiązków informacyjnych przez doradców inwestorów do spraw głosowania .....	347
VI. Polityka dotycząca zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami – uwagi co do implementacji przepisów art. 3g .....	349
§ 4. Wnioski .....	352

*Spis treści*

---

<b>Zakończenie</b> .....	355
<b>Indeks rzeczowy</b> .....	383