



KANCELARIA SENATU  
BIURO ANALIZ I DOKUMENTACJI

Ekspertyza na temat  
zielonej księgi Komisji Europejskiej  
pt. „Unijne ramy ładu korporacyjnego”

# OPINIE EKSPERTYZY

**OE-173**

CZERWIEC 2011

BIURO ANALIZ I DOKUMENTACJI  
Zespół Analiz i Opracowań Tematycznych

**Ekspertyza na temat  
zielonej księgi Komisji Europejskiej  
pt. „Unijne ramy ładu korporacyjnego”**

---

**OPINIE  
EKSPERTYZY**

OE-173

---

Kancelaria Senatu  
Czerwiec 2011

Materiał przygotowany przez Zespół Analiz i Opracowań Tematycznych  
Biura Analiz i Dokumentacji.

Biuro Analiz i Dokumentacji zamawia opinie, analizy i ekspertyzy sporządzone  
przez specjalistów reprezentujących różne punkty widzenia.

Wyrażone w materiale opinie odzwierciedlają jedynie poglądy autorów.

Korzystanie z opinii i ekspertyz zawartych w tym zbiorze bez zezwolenia Kancelarii Senatu  
dopuszczalne wyłącznie w ramach dozwolonego użytku w rozumieniu ustawy  
z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych  
(Dz. U. z 2006 r. Nr 90, poz. 631 ze zm.)

i z zachowaniem wymogów tam przewidzianych.

W pozostałym zakresie korzystanie z opinii i ekspertyz wymaga każdorazowego  
zezwolenia Kancelarii Senatu.

© Copyright by Kancelaria Senatu, Warszawa 2011

Biuro Analiz i Dokumentacji

Dyrektor – Agata Karwowska-Sokołowska – tel. 22 694 94 32, fax 22 694 94 28,  
e-mail: [sokolows@nw.senat.gov.pl](mailto:sokolows@nw.senat.gov.pl)

Wicedyrektor – Ewa Nawrocka – tel. 22 694 90 53,

e-mail: [nawrocka@nw.senat.gov.pl](mailto:nawrocka@nw.senat.gov.pl)

Zespół Analiz i Opracowań Tematycznych tel. 22 694 92 04, fax 22 694 94 28

Redaktor prowadzący – Robert Stawicki

Opracowanie graficzno-techniczne, druk i oprawa  
Biuro Informatyki, Dział Edycji i Poligrafii

## **Ekspertyza na temat zielonej księgi Komisji Europejskiej pt. „Unijne ramy ładu korporacyjnego”**

### **I. Zarys problematyki ładu korporacyjnego i przyczyny wydania zielonej księgi**

Pojęcie „ładu korporacyjnego” (ang. *corporate governance*) oznacza system instytucji, z pomocą których są zarządzane i nadzorowane spółki („korporacje”) akcyjne, zwłaszcza spółki publiczne. Pojęcie to opisuje wewnętrzną strukturę oraz układ stosunków między organami spółek, akcjonariuszami i innymi interesariuszami, tj. podmiotami zainteresowanymi działaniem spółki, jak np. jej pracownicy, wierzyciele, konsumenci, czy otoczenie społeczne, w którym działa korporacja. W najszerszym systemowym ujęciu ład korporacyjny postrzega się jako pewien system, czyli zbiór współzależnych i komplementarnych instytucji prawnych i ekonomicznych mających na celu zapewnienie prawidłowego i ekonomicznie efektywnego funkcjonowania spółek akcyjnych (w szczególności spółek giełdowych) oraz rozwiązywanie lub przynajmniej łagodzenie sprzeczności (konfliktów) interesów osób zaangażowanych w spółce. Łącznie instytucje te mają zapewnić osiągnięcie „prorozwojowej równowagi” między interesami tych podmiotów, wzmacniać ich zaufanie wobec kierownictwa spółek oraz sprzyjać efektywnemu wykorzystaniu zgromadzonych w nich zasobów (kapitału ludzkiego i finansowego).<sup>1</sup>

Na płaszczyźnie międzynarodowej podstawowe znaczenie w zakresie wyznaczania standardów ładu korporacyjnego mają „Zasady nadzoru korporacyjnego OECD” z 2004 r.<sup>2</sup> Jak stwierdzono w Preambule „Zasad”, ich podstawowym celem jest wspieranie rządów zarówno państw członkowskich OECD, jak i państw nienależących do tej organizacji, w ich wysiłkach zmierzających do udoskonalenia prawnych, instytucjonalnych i regulacyjnych ram funkcjonowania nadzoru korporacyjnego poprzez zaoferowanie pakietu wytycznych i sugestii skierowanych do giełd papierów wartościowych, inwestorów, przedsiębiorstw i innych podmiotów odgrywających rolę w procesach kształtowania się dobrych systemów nadzoru korporacyjnego. Ponadto, regulacje ładu korporacyjnego zawarte są po pierwsze, w aktach prawa europejskiego (tj. w unijnych dyrektywach, rozporządzeniach, zaleceniach) i krajowego (w Polsce – np. w Kodeksie spółek handlowych, w ustawie z 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji, ustawie z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych). Po drugie, instrumentem regulacji ładu korporacyjnego są tzw. zbiory dobrych praktyk korporacyjnych (zwane też „kodeksami ładu korporacyjnego”), tworzone często z inicjatywy giełd papierów

<sup>1</sup> Zob. np. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 3 i n.; A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 294 i n.

<sup>2</sup> Dokument dostępny na stronie: [www.oecd.org/dataoecd/16/32/34656740.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/16/32/34656740.pdf)

wartościowych lub przez gremia eksperckie reprezentujące szerokie spektrum uczestników rynku kapitałowego. Zbiory te mają charakter tzw. miękkiego prawa, co oznacza, że ich adresaci, tj. spółki giełdowe, nie są formalnie zobowiązani do przestrzegania każdego z zawartych w nich postanowień, a jedynie do podania do publicznej wiadomości, których z tych postanowień nie stosują oraz do uzasadnienia takiego stanu rzeczy (tzw. zasada *comply or explain* – „przestrzegaj lub wyjaśnij”). U podstaw koncepcji kodeksów dobrych praktyk leży założenie, iż wpływ na cenę akcji mają nie tylko wyniki ekonomiczne spółek, ale także przestrzeganie przez nie (oraz przez osoby działające w ich ramach, np. przez członków organów kierowniczych, akcjonariuszy większościowych) wysokich standardów dotyczących wewnętrznej organizacji spółki oraz postępowania z otoczeniem rynkowym. Z założeniem tym ściśle wiąże się przekonanie, iż rynek (tj. obecni na nim inwestorzy, w tym zwłaszcza inwestorzy instytucjonalni) jest w stanie dyscyplinować i motywować adresatów dobrych praktyk do ich przestrzegania, „nagradzając” lub „karząc” spółki odpowiednio wyższą lub niższą wyceną emitowanych przez nie instrumentów finansowych pod warunkiem, że zapewniony mu zostanie dostęp do informacji o tym, w jakim stopniu spółki dobrowolnie przestrzegają „miękkich” regulacji uznanych za najlepsze praktyki *corporate governance*. Mechanizm rynkowy zostaje więc wykorzystany do rozpowszechniania wysokich standardów korporacyjnych, które przyczyniają się do wzmocnienia ochrony inwestorów i polepszenia płynności obrotu. Jednocześnie kodeksy te charakteryzuje brak rygoryzmu właściwego normom prawnym oraz elastyczność zarówno w zakresie ich tworzenia i dostosowania do zmieniających się potrzeb uczestników rynku, jak ich stosowania przez emitentów i egzekwowania przez giełdę na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij”. W Polsce takim zbiorem są „Dobre Praktyki spółek notowanych na GPW”<sup>3</sup>, których ostatnia wersja została przyjęta przez Radę Giełdy w maju 2010 r.<sup>4</sup> Obowiązek złożenia corocznego oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego przewiduje zarówno Regulamin GPW (§ 29), jak i rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim<sup>5</sup> (§ 91 ust. 5 pkt 4).

Problematyka ładu korporacyjnego od dość dawna znajduje się w centrum zainteresowania Komisji Europejskiej i innych organów unijnych. W 2003 r. Komisja Europejska opublikowała programowy dokument pt. „Plan działań w zakresie modernizacji prawa spółek oraz poprawy ładu korporacyjnego w Unii Europejskiej”.<sup>6</sup> Dokument ten określał inicjatywy legislacyjne, jakie Komisja planowała podjąć w wymienionych w tytule obszarach w różnej perspektywie czasowej. Większość z planowanych działań zostało zrealizowanych. Spośród przyjętych dyrektyw wystarczy tu wskazać na:

- dyrektywę 2006/46/WE z 14 czerwca 2006 r.<sup>7</sup>, która m.in. nakłada na spółki giełdowe obowiązek corocznego składania oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. W prawie polskim odpowiedni wymóg przewiduje powołane wyżej rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r.;

---

<sup>3</sup> GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

<sup>4</sup> Dostępne na stronie: [http://www.corp-gov.gpw.pl/lad\\_corp.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/lad_corp.asp)

<sup>5</sup> Dz. U. Nr 33, poz. 259, z późn. zm.

<sup>6</sup> *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, 21 May 2003, COM(2003)284 final.

<sup>7</sup> Dyrektywa 2006/46/WE z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń, Dz.Urz. UE 2006, L 224/1.

- dyrektywę 2006/43/WE z 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych (tzw. dyrektywa audytowa)<sup>8</sup>, która harmonizuje zasady badania sprawozdań finansowych spółek przez biegłych rewidentów. Dyrektywa ta została implementowana do prawa polskiego w ustawie z 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym<sup>9</sup>;
- dyrektywę 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym<sup>10</sup>, która znosi prawne bariery dla uczestnictwa akcjonariuszy w walnych zgromadzeniach spółek publicznych i wykonywania w ich trakcie praw korporacyjnych (w tym zwłaszcza prawa głosu). Dyrektywa ta została implementowana do Kodeksu spółek handlowych w wyniku jego nowelizacji ustawą z dnia 5 grudnia 2009 r.<sup>11</sup>

W wykonaniu Programu prac na 2003 r. Komisja wydała także zalecenia dotyczące: roli niewykonawczych członków rady i komitetów rady (2005/162/WE)<sup>12</sup> oraz odpowiedniego systemu wynagrodzenia dyrektorów spółek giełdowych (2004/913/WE)<sup>13</sup>. Pod wpływem ostatniego kryzysu w sektorze finansowym Komisja Europejska przyjęła w 2009 r. dwa kolejne zalecenia dotyczące zasad wynagradzania menedżerów, w szczególności w spółkach z sektora finansowego<sup>14</sup>. Kryzys ten stał się również impulsem dla przedstawienia w czerwcu 2010 r. zielonej księgi pt. „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń”<sup>15</sup>, w której sformułowano szereg propozycji w zakresie poprawy ładu korporacyjnego w tych instytucjach i poddano je konsultacji.<sup>16</sup> Komisja Europejska doszła do wniosku, że konieczne jest przeprowadzenie odpowiednich badań w odniesieniu do ogółu spółek, ponieważ modernizacja i poprawa ładu korporacyjnego w świetle ostatnich doświadczeń kryzysu finansowego ma zasadnicze znaczenie dla konkurencyjności prawidłowego funkcjonowania europejskiego jednolitego rynku. Wynikiem tego podejścia jest kolejna zielona księga pt. „Unijne ramy ładu korporacyjnego”<sup>17</sup> z 5 kwietnia 2011 r. która stanowi przedmiot niniejszej ekspertyzy. Komisja Europejska skupiła się w niej na następujących trzech obszarach, które w jej ocenie mają kluczowe znaczenie dla dobrego ładu korporacyjnego:

- poprawa funkcjonowania i efektywności organu spółki nadzorującego działalność kadry menedżerskiej. W zależności od wewnętrznej struktury organizacyjnej spółek akcyjnych,

---

<sup>8</sup> Dyrektywa 2006/43/WE z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG, Dz.Urz. UE 2006, L 157/87.

<sup>9</sup> Dz. U. z 2009 r. Nr 77, poz. 649.

<sup>10</sup> Dz.Urz. UE 2007, L 184/11.

<sup>11</sup> Dz. U. z 2009 r. Nr 13, poz. 69.

<sup>12</sup> Zalecenie Komisji 2005/162/WE z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), Dz.Urz. UE 2005, L 52 s. 51

<sup>13</sup> Zalecenie Komisji 2004/913/WE z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie, Dz.Urz. UE 2004, L 385, s. 55.

<sup>14</sup> Zalecenie Komisji 2009/385/WE z dnia 30 kwietnia 2009 r. uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym, Dz.Urz. 2009, L 120, s. 28; Zalecenie Komisji 2009/384/WE z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych, Dz.Urz. 2009, L 120, s. 22.

<sup>15</sup> COM(2010) 284 final.

<sup>16</sup> Sumaryczne omówienie wyników przeprowadzonych konsultacji dostępne jest na stronie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/corporate\\_governance\\_in\\_financial\\_institutions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/corporate_governance_in_financial_institutions_en.htm)

<sup>17</sup> COM(2011) 164.

organem tym jest rada dyrektorów lub rada administrująca (w spółkach zorganizowanych według modelu monistycznego – tak m.in. w państwach romańskiego i anglosaskiego kręgu prawnego) bądź rada nadzorcza (w spółkach o dualistycznej strukturze organów – m.in. w Niemczech, Austrii, Polsce);

- wzmocnienie roli akcjonariuszy w systemie ładu korporacyjnego. Zdaniem Komisji należy rozważyć możliwość zachęcenia większej liczby akcjonariuszy do zainteresowania się „zrównoważonymi” stopami zwrotu i wynikami osiąganymi w dłuższej perspektywie czasowej oraz do większego zaangażowania w kwestie ładu korporacyjnego;
- stosowanie zasady „przestrzegaj lub wyjaśnij”, w szczególności wzmocnienie wartości informacyjnej wyjaśnień publikowanych przez spółki odstępujące od stosowania kodeksów dobrych praktyk oraz rozważenie, jakie mechanizmy należy wprowadzić w celu monitorowania przestrzegania tych kodeksów.

Zielona księga podzielona jest (oprócz wstępu) na trzy zasadnicze rozdziały, odpowiadające wskazanym wyżej obszarom zagadnień. W każdym z rozdziałów przedstawiono szczegółowe pytania (pogrupowane w sumie w 25 punktów, jednak na każde z tych punktów składa się kilka szczegółowych pytań). Każdy z tych punktów poprzedza przedstawienie problematyki, której dotyczą pytania oraz uwagi i propozycje Komisji Europejskiej. Adresatami zielonej księgi są państwa członkowskie, Parlament Europejski, Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny i inne zainteresowane strony (np. giełdy papierów wartościowych, spółki giełdowe, instytucje tworzące infrastrukturę rynku finansowego i kapitałowego, stowarzyszenia akcjonariuszy i inwestorów). Opinie należy przesyłać Komisji w terminie do dnia 22 lipca 2011 r.

Jeszcze we wstępnej części dokumentu (s. 5) zostały sformułowane pytania dotyczące zagadnień natury ogólnej.

*Pytanie (1): Czy, a jeżeli tak – to w jaki sposób środki unijne w zakresie ładu korporacyjnego powinny uwzględniać wielkość spółek giełdowych? Czy należy ustanowić zróżnicowane proporcjonalne zasady w odniesieniu do małych i średnich spółek giełdowych? Jeżeli tak, czy istnieją odpowiednie definicje i progi?*

Na pierwsze z tych pytań należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Uzasadnione wydaje się bowiem zróżnicowane podejście w odniesieniu do formułowania regulacji dotyczących ładu korporacyjnego w zależności od tego, czy chodzi o spółki giełdowe znacznych rozmiarów, o liczny i rozproszony akcjonariat, czy też o spółki, które wprawdzie notowane są na regulowanym rynku giełdowym, jednakże swoimi rozmiarami – ustalonymi w oparciu o bilansową wartość ich majątku, liczbę zatrudnionych pracowników czy roczny obrót – zbliżają się do małych i średnich przedsiębiorstw. W odniesieniu do dużych spółek wymogi i standardy ładu korporacyjnego mogłyby być bardziej surowe i dalej idące niż w przypadku mniejszych spółek, co jest uzasadnione potrzebą wzmocnionej ochrony akcjonariuszy w dużych spółkach. Przykładowo, wymogi ładu korporacyjnego dotyczące struktury komitetowej rady nadzorczej oraz jej członków niezależnych powinny być sformułowane wyłącznie w odniesieniu do dużych spółek. Jeżeli chodzi o szczegółowe kryteria i progi odróżnienia spółek „dużych” od „małych”, prawodawca unijny mógłby się odwołać do definicji małych i średnich przedsiębiorstw zawartej w art. 2 ust. 1 lit. f) dyrektywy 2003/71/WE z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych<sup>18</sup>. W myśl tej definicji, „małe i średnie przedsiębiorstwa” oznaczają spółki, które zgodnie z ich ostatnimi rocznymi

---

<sup>18</sup> Dyrektywa 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.Urz. UE 2003, L 345/64.

lub skonsolidowanymi sprawozdaniami finansowymi spełniają co najmniej dwa z następujących trzech kryteriów: średnia liczba pracowników w ciągu roku finansowego wynosi mniej niż 250, całkowity bilans nie przekracza 43 000 000 euro, a roczny obrót netto nie przekracza 50 000 000 euro. Należy zaznaczyć, że do tej definicji odwołuje się także art. 41 ust. 1 podustęp 2 dyrektywy audytowej (2006/43/WE), który zezwala państwom członkowskim na zwolnienie takich spółek (pod pewnymi dalszymi warunkami) z wymogu powoływania komitetu audytu.

*Pytanie (2): Czy na poziomie UE należy podjąć środki w zakresie ładu korporacyjnego w odniesieniu do spółek nienotowanych na rynku regulowanym? Czy Unia powinna skupić się na wspieraniu rozwoju i stosowania dobrowolnych kodeksów dla spółek nienotowanych na rynku regulowanym?*

Na pytania te należy udzielić odpowiedzi pozytywnej, mając na uwadze, że również spółki nienotowane na regulowanym rynku giełdowym mogą być otwarte na szeroki akcjonariat, a także mogą osiągać znaczne rozmiary mierzone w oparciu o powołane wyżej kryteria. Ta grupa spółek nie ma wprawdzie jednolitego charakteru. Obejmuje ona zarówno spółki, których akcje mogą być dopuszczone do w miarę płynnego obrotu na rynku nieregulowanym (w Polsce – rynek NewConnect będący tzw. alternatywnym systemem obrotu organizowanym przez GPW S.A. w Warszawie), jak i spółki nienotowane na żadnym zorganizowanym rynku. Należy nadmienić, że w Polsce także spółki notowane na nieregulowanym rynku NewConnect podlegają uproszczonym zasadom ładu korporacyjnego, zawartym w zbiorze „Dobre Praktyki spółek notowanych na NewConnect”<sup>19</sup>. Ponadto trzeba też zaznaczyć, że w Polsce, podobnie jak w wielu innych państwach UE, liczba niepublicznych spółek akcyjnych znacznie przewyższa liczbę spółek publicznych. Wydaje się pożądane, aby prawodawca unijny sformułował także w odniesieniu do spółek nienotowanych na rynku regulowanym (niezależnie od tego, czy ich akcje znajdują się w alternatywnym obrocie) pewien zestaw standardów ładu korporacyjnego i rekomendował ich przestrzeganie. Jak trafnie wskazuje Komisja, standardy te powinny jednak uwzględniać specyfikę i potrzeby tych spółek. Ich adresatami powinny być wyłącznie duże niegiełdowe spółki akcyjne, spełniające określone kryteria dotyczące np. wartości bilansowej majątku czy rozproszenia akcjonariatu. Jeżeli chodzi o instrument prawny, w którym standardy te mogłyby być zawarte, to najbardziej właściwe wydaje się zalecenie Komisji Europejskiej. Zalecenie stanowi elastyczny („miękki”) instrument prawodawczy, który formalnie nie zobowiązuje krajowych prawodawców do jego wdrożenia, lecz jedynie stanowi wyraz preferowanych przez Komisję rozwiązań, mających ułatwić konwergencję w zakresie stosowania najlepszych praktyk korporacyjnych. Rekomendacje te stanowiłyby pewien wzór i punkt odniesienia dla dobrowolnych, krajowych kodeksów ładu korporacyjnego adresowanych do spółek niegiełdowych. Nie wydaje się natomiast konieczne sięganie w tym celu przez prawodawcę unijnego po dyrektywę, której implementacja do prawa krajowego jest obowiązkiem państw członkowskich. Dyrektywa taka stanowiłaby bowiem zbyt daleką ingerencję w krajowe rozwiązania, a jej siłą rzeczy kompromisowy charakter mógłby nie uwzględniać specyfiki prawno-instytucjonalnej poszczególnych państw członkowskich.

---

<sup>19</sup> Dostępne na stronie: [http://www.corp-gov.gpw.pl/NC\\_publications.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/NC_publications.asp)



## II. Przegląd problemów i pytań sformułowanych w zielonej księdze

Poniżej przedstawiono pytania dotyczące wspomnianych wyżej trzech grup zagadnień oraz zaproponowano odpowiedzi na nie, przy uwzględnieniu polskiej specyfiki ładu korporacyjnego.

### 1. Problematyka rady dyrektorów/rady nadzorczej

*Pytanie (3): Czy UE powinna dążyć do zapewnienia wyraźnego rozdziału funkcji i obowiązków przewodniczącego rady dyrektorów i dyrektora generalnego?*

Pytanie to jest aktualne przede wszystkim w odniesieniu do tzw. monistycznego systemu organów spółki akcyjnej, w którym występuje jeden organ zarządzająco-nadzorczy, tj. rada dyrektorów (*board of directors*) lub rada administrująca. System ten przeważa w Europie i na świecie – występuje on w państwach należących do romańskiego i anglosaskiego kręgu prawnego. Model monistyczny charakteryzuje się tym, że członkowie rady dyrektorów dzielą się na tzw. dyrektorów zarządzających (*executive directors*), którzy prowadzą na bieżąco sprawy spółki, i niezarządzających (*non-executive directors, outsider directors*), którzy wykonują funkcję nadzorczą i, do pewnego stopnia, stanowią odpowiednik członków rady nadzorczej w systemie dualistycznym. Podział ten ma charakter jedynie funkcjonalny, bowiem wszyscy oni są członkami jednego organu korporacyjnego. Odmiennie niż w systemie dualistycznym, który praktykowany jest m.in. w Polsce i w Niemczech, w systemie monistycznym nie występuje kompetencyjny i personalny podział na dwa odrębne organy, tj. zarząd i radę nadzorczą. W systemie dualistycznym niejako z samej definicji, funkcji przewodniczącego rady nadzorczej i prezesa zarządu, nie może wykonywać ta sama osoba (por. art. 387 § 1 Kodeksu spółek handlowych (k.s.h.)). W niektórych odmianach systemu monistycznego dopuszczalna jest sytuacja, w której przewodniczący rady (dyrektorów bądź administrującej) jest zarazem zwierzchnikiem wyższej kadry menedżerskiej, tj. dyrektorów wykonawczych. We Francji nosi on wówczas nazwę *President-Directeur General (PDG)*, w systemach anglosaskich – *Chief Executive Officer (CEO) and chairman of the board*. W państwach przewidujących monistyczną strukturę organizacyjną spółki widoczna jest tendencja do personalnego rozdzielenia funkcji przewodniczącego rady i dyrektora generalnego, ponieważ kumulacja tych funkcji w jednej osobie stwarza zagrożenia dla efektywności i obiektywizmu nadzoru wykonywanego przez radę. Wówczas bowiem, dyrektor generalny z jednej strony wywiera istotny wpływ na pracę rady, jako jej przewodniczący (m.in. zwołuje ją i ustala porządek jej obrad), a z drugiej strony – jego działania oraz podległych mu dyrektorów wykonawczych stanowią przedmiot oceny dokonywanej przez radę, co może prowadzić do istotnego konfliktu interesów. Dlatego też na postawione wyżej pytanie należy udzielić odpowiedzi twierdzącej. Pożądane byłoby w szczególności wyraźne wyartykułowanie w zaleceniu Komisji zasady rozdziału funkcji i obowiązków przewodniczącego rady i dyrektora generalnego, z dopuszczeniem możliwości kumulacji tych funkcji pod warunkiem, że spółka wskaże powody uzasadniające taką kumulację. Na marginesie należy zaznaczyć, że polska regulacja systemu monistycznego w odniesieniu do spółki europejskiej (SE) przewiduje zasadniczo rozdział funkcji dyrektora generalnego i przewodniczącego rady administrującej (por. art. 40 ust. 5 ustawy z 4 marca 2005 r. o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i o spółce europejskiej<sup>20</sup>). Odpowiednie zalecenie Komisji może mieć znaczenie pro futuro również dla Polski, ponieważ w naszej doktrynie coraz częściej postuluje się umożliwienie polskim spółkom akcyjnym wyboru między systemem dualistycznym a systemem monistycznym oraz wprowadzenie do prawa polskiego (np. k.s.h.) regulacji tego drugiego systemu.

---

<sup>20</sup> Dz. U. Nr 62 poz. 551, z późn. zm.

*Pytanie (4): Czy polityka zatrudnienia powinna bardziej szczegółowo określać profil dyrektorów, w tym przewodniczącego, aby zapewnić posiadanie odpowiednich umiejętności przez dyrektorów oraz odpowiednio różnorodny skład rady? Jeżeli tak, w jaki sposób można najlepiej osiągnąć ten cel i na jakim poziomie zarządzania, tzn. krajowym, unijnym czy międzynarodowym?*

Na pierwsze z przedstawionych pytań należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Skład rady dyrektorów – administrującej (w systemie monistycznym) czy rady nadzorczej (w systemie dualistycznym) powinien odpowiadać profilowi działalności i specyfice konkretnej spółki, a wyboru członków rady należy dokonywać na podstawie szerokiego zestawu kryteriów merytorycznych, obejmującego kwalifikacje zawodowe, doświadczenie, cechy osobowe kandydatki lub kandydata oraz potencjalnej „wartości dodanej”, jaką może ona (on) wnieść do rady, pozytywnie wpływając tym samym na jej funkcjonowanie. Jak trafnie podkreśla Komisja Europejska, członkowie mający różne profile i reprezentujący różne środowiska wnoszą do rady szeroki zakres wartości, poglądów i umiejętności, dzięki czemu rada może dysponować większymi zasobami i szerszą wiedzą fachową. Pozytywny wpływ może mieć także obecność w radzie obcokrajowców, którzy posiadają wiedzę dotyczącą zagranicznych rynków, na których spółka działa lub zamierza działać. Dokładna ocena posiadanych umiejętności i wiedzy fachowej powinna być najważniejszym czynnikiem decydującym o wyborze niewykonawczych członków rady dyrektorów lub członków rady nadzorczej w dużych spółkach akcyjnych. Polityka zatrudnienia wskazująca konkretne umiejętności, których potrzebuje rada, mogłyby przyczynić się do tego, że rada będzie w stanie bardziej efektywnie wykonywać swoje funkcje nadzorcze. Również spółki ankietowane przez Komisję potwierdziły, że przy wyborze członków rady istotne jest zwracanie uwagi na to, by ich profile wzajemnie się uzupełniały. Mimo to, jak wykazują badania Komisji, praktyka zróżnicowanego podejścia do wyboru składu rady wciąż jeszcze nie jest dostatecznie rozpowszechniona. Dlatego też pożądane wydaje się promowanie tego typu praktyki na szczeblu unijnym i międzynarodowym. W szczególności polityka zatrudnienia powinna się stać przedmiotem zalecenia (rekomendacji) opracowanego przez Komisję Europejską, która w ten sposób wyznaczałaby europejskie standardy w tym zakresie. Na marginesie należy nadmienić, że pewne kwestie dotyczące polityki zatrudnienia zostały już poruszone w Zaleceniu Komisji z 15 lutego 2005 r. dotyczącym roli niewykonawczych członków rady i komitetów rady (2005/162/WE), w kontekście zadań komitetu (komisji) ds. nominacji, której powołanie w radzie Komisja rekomenduje. Warto także wskazać na punkt 6 rozdziału I polskich „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW”, który stanowi, że członek rady nadzorczej powinien posiadać należytą wiedzę i doświadczenie oraz być w stanie poświęcić niezbędną ilość czasu na wykonywanie swoich obowiązków. „Dobre Praktyki” nie formułują natomiast standardów dotyczących posiadania i realizacji przez spółkę polityki zatrudnienia w jej organach kierowniczych, która odpowiadałaby postulatowi zróżnicowania składu rady i wzajemnego uzupełniania się profilu jej członków.

*Pytanie (5): Czy spółki giełdowe powinny mieć obowiązek informowania o posiadaniu polityki zapewniającej różnorodność składu rady, a jeżeli tak, czy powinny opisywać cele tej polityki, jej główne założenia oraz regularnie składać sprawozdania z jej realizacji?*

Na obydwa te pytania należy udzielić odpowiedzi twierdzącej. Informacja o posiadaniu odpowiedniej polityki zatrudnienia w radzie powinna zostać udostępniona rynkowi, tj. zarówno aktualnym akcjonariuszom spółki, jak i innym inwestorom. Posiadanie takiej polityki wpływa na ocenę jakości ładu korporacyjnego w spółkach, dokonywaną przez akcjonariuszy i inwestorów. Brak polityki zatrudnienia względnie jej niezadawalający kształt może też skłonić akcjonariuszy do podjęcia działań dyscyplinujących aktualnych członków rady w celu jej

wdrożenia bądź poprawy. Opis polityki zatrudnienia, a w szczególności jej cele i główne założenia oraz sprawozdanie z jej realizacji powinny stanowić element oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego, które stanowi wyodrębnioną część sprawozdania z działalności spółki giełdowej (por. § 91 ust. 5 pkt rozporządzenia Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych (...)). Na płaszczyźnie europejskiej požądane wydaje się uzupełnienie katalogu informacji, które powinno zawierać to oświadczenie, a który aktualnie określa art. 46a dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (w wersji po nowelizacji dyrektywą 2006/46/WE z 14 czerwca 2006 r.), o punkt dotyczący polityki zatrudnienia zapewniającej różnorodność składu rady.

*Pytanie (6): Czy spółki giełdowe powinny mieć obowiązek zapewniania większej równowagi płci w składzie rad? Jeżeli tak, to w jaki sposób?*

Kwestia podjęcia działań prawodawczych w celu zapewnienia równowagi płci w organach kierowniczych przedsiębiorstw, a zwłaszcza dużych spółek publicznych, wywołuje kontrowersje. Działania takie podjęto np. w Norwegii, gdzie od 2008 r. obowiązuje wymóg 40% udziału kobiet w radach nadzorczych spółek publicznych, przy czym nieprzestrzeganie tego wymogu zagrożone jest sankcjami, łącznie z utratą statusu spółki publicznej (giełdowej), a nawet jej administracyjnym rozwiązaniem. Według niektórych badań empirycznych istnieje pozytywna korelacja pomiędzy odsetkiem kobiet w składzie rady a wynikami spółki, choć badania te nie dowodzą żadnego związku przyczynowego pomiędzy udziałem kobiet w organach spółki a jej efektywnością.<sup>21</sup> Jak podkreśla Komisja, obecność obu płci w składzie rady może pozwolić uniknąć „myślenia stadnego”. Istnieją również dowody, że kobiety reprezentują odmienne style przywództwa, uczestniczą w większej liczbie posiedzeń rady i mają pozytywny wpływ na inteligencję zbiorową grupy. Jednakże narzucanie parytetów płci za pomocą mechanizmów prawnych jest zabiegiem kontrowersyjnym. Jak trafnie zaznacza A. Radwan, takim regulacjom przyświeca wprawdzie cel promocji równouprawnienia, jednak w praktyce może to prowadzić do stanu sprzecznego z zasadą merytokracji, tj. dążenia do zapewnienia, aby członkami rady były osoby najlepiej przygotowane merytorycznie do pełnienia tej funkcji. Przeciwno wprowadzeniu ustawowych parytetów w odniesieniu do rad nadzorczych przemawiają także argumenty pryncypialne, nawiązujące do poszanowania własności i jej konstytucyjnej ochrony (art. 64 ust. 2 i 3 Konstytucji RP), w którą prawodawca (czy to europejski, czy to krajowy) ingeruje poprzez poddanie parytetowi również niepaństwowych korporacji. Ponadto restrykcyjna regulacja w tym zakresie może mieć negatywny wpływ na konkurencyjność danego kraju jako miejsca prowadzenia działalności gospodarczej, a także na konkurencyjność jego rynku kapitałowego. Również norweskie doświadczenia związane z prowadzeniem obowiązkowego 40% udziału kobiet w radach nie są jednoznaczne. Co prawda, znacznie zwiększyła się dzięki temu kobieca reprezentacja w organach spółek. Jednakże, ustawodawstwo to wpłynęło na zmniejszenie się liczby spółek publicznych (z 600 do 450), które w ten sposób chciały uniknąć poddania się nowej regulacji. Problemem okazała się także kwestia znalezienia odpowiednich kandydatek. Skutkiem ubocznym wzmożonego popytu na wykształcone i doświadczone członkinie rad było zjawisko tzw. *overboarding*, a więc stan, w którym te same kandydatki (nazywane „złotymi spódnicami”) obejmowały mandaty w kilkunastu i więcej (czasami nawet w 30) spółkach.<sup>22</sup> W innych państwach, jak Szwajcaria i Szwecja, w których rozważano

---

<sup>21</sup> Por. badania cytowane przez A. Radwana, *Corporate governance w spółdnicy – parytety również na parkiecie?*, Przegląd Corporate Governance, Nr 3(23)/2010, s. 17–18.

<sup>22</sup> Zob. T. Walat, *Złote spódniczki. Skandynawskie parytety w biznesie*, „Polityka” z 25.2.2010 r., <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1503524,1,skandynawskie-parytety-w-biznesie.read>

wprowadzenie podobnych regulacji, ostatecznie jednak z nich zrezygnowano. Jeżeli chodzi o Polskę, to w maju 2010 r. do zbioru „Dobre Praktyki spółek notowanych na GPW” zostało wprowadzone postanowienie, o następującym brzmieniu: „GPW rekomenduje spółkom publicznym i ich akcjonariuszom, by zapewniały one zrównoważony udział kobiet i mężczyzn w wykonywaniu funkcji zarządu i nadzoru w przedsiębiorstwach, wzmacniając w ten sposób kreatywność i innowacyjność w prowadzonej przez spółki działalności gospodarczej.” (rozdział I, pkt 9). Przestrzeganie tej rekomendacji opiera się na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij” (*comply or explain*, zob. wyżej).

Z uwagi na powyższe, należy się negatywnie odnieść do propozycji wprowadzenia do prawa europejskiego (podobnie jak i krajowego) obowiązku zapewnienia przez spółki publiczne określonego procentowo udziału kobiet w radach dyrektorów lub radach nadzorczych. Zgodzić się trzeba z A. Radwanem, iż perswazja, promocja i popularyzacja wyników badań na temat związków pomiędzy dywersyfikacją składu rad a efektywnością przedsiębiorstw są w dłuższej perspektywie lepszymi narzędziami niż odgórna interwencja administracyjna czy legislacyjna. Na poziomie prawa unijnego za wystarczające wypada uznać wydanie przez Komisję Europejską zalecenia, które rekomendowałoby zapewnienie równowagi płci w organach kierowniczych spółek. Do państw członkowskich należałaby decyzja co do sposobu implementacji tego zalecenia, tzn. czy powinna ona nastąpić na poziomie dobrych praktyk korporacyjnych opartych na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij” (tak, jak jest to aktualnie w Polsce) czy w formie ustawy.

*Pytanie (7): Czy jest Pan/Pani zdania, że na szczeblu UE powinien istnieć środek ograniczający liczbę stanowisk dyrektora niewykonawczego, które może jednocześnie zajmować jedna osoba? Jeśli tak, w jaki sposób należy sformułować takie ograniczenie?*

Efektywne wykonywanie mandatu członka rady wymaga nie tylko wiedzy i doświadczenia, ale także nakładu czasu (np. w związku z przygotowaniem się do posiedzeń) i zaangażowania w prace rady. W sytuacji, gdy dana osoba, sprawuje mandat członka rady jednocześnie w kilku lub nawet kilkunastu radach nadzorczych istnieje znaczne niebezpieczeństwo, że nie będzie ona wypełniać swojej funkcji z należytą starannością we wszystkich tych radach. Ponadto, w takim przypadku wzrasta także ryzyko, iż interesy tych spółek pozostawać będą w konflikcie, co również może wpłynąć negatywnie na wykonywanie funkcji członka rady w każdej z nich przez tę samą osobę. W sytuacji konfliktu interesów członek rady powinien ujawnić ten konflikt i powstrzymać się od rozstrzygania danej sprawy, a w skrajnych wypadkach – zrezygnować z któregoś mandatu. Jednak w praktyce takie pożądane działania często nie są podejmowane. „Prewencyjnym” środkiem prawnym ograniczającym wskazane ryzyko może być ustawowe określenie maksymalnej liczby mandatów członka rady w różnych spółkach, które jednocześnie może wykonywać ta sama osoba. Regulacja ta miałaby na celu zapewnienie, że członkowie rady będą wypełniać swoje zadania z należytą starannością i zaangażowaniem, w sytuacji braku konfliktu interesów. Obecnie jednak prawo europejskie, podobnie jak prawo krajowe wielu państw członkowskich (w tym także Polski) nie przewiduje takiej regulacji. Takie ograniczenie zawarte jest np. w prawie niemieckim, które dopuszcza jednoczesne wykonywanie przez tę samą osobę maksymalnie dziesięciu mandatów członka rady nadzorczej lub podobnego organu nadzorczego, którego powołanie jest z mocy ustawy obowiązkowe (§ 100 ust. 2 pkt 1 niemieckiej ustawy akcyjnej – *Aktiengesetz* – z 1965 r.). Do liczby tej nie wlicza się do pięciu mandatów członka rady wykonywanego przez członka zarządu spółki dominującej w spółkach należących do tego samego koncernu (grupy kapitałowej). Jest to uzasadnione tym, że wykonywanie takich mandatów w spółkach zależnych wymaga z reguły mniejszego nakładu czasowego, skoro najważniejsze decyzje dotyczące grupy kapitałowej zapadają na

jej „szczyt”, tj. w spółce dominującej. Ponadto w wypadku, gdy dana osoba jest jednocześnie przewodniczącym rady nadzorczej, mandat ten liczy się podwójnie przy ustalaniu, czy osiągnęła ona maksymalnie dopuszczalny pułap (§ 100 ust. 2 zd. 3 *Aktiengesetz*). Z wykonywaniem funkcji przewodniczącego rady wiąże się bowiem z reguły konieczność większego nakładu pracy i czasu niż z piastowaniem mandatu „szeregowego” członka rady. Wydaje się pożądane, aby analogiczna regulacja została wprowadzona na poziomie prawa europejskiego. Również w tym wypadku właściwym instrumentem legislacyjnym powinno być zalecenie Komisji Europejskiej, wyznaczające pewien preferowany przez nią standard postępowania. Państwa członkowskie mogłyby implementować ten wymóg bądź do ich ustawodawstwa krajowego, bądź do kodeksów dobrych praktyk stosowanych na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij” (co w przypadku Polski wydaje się być rozwiązaniem godnym polecenia).

*Pytanie (8): Czy spółki giełdowe należy zachęcać do przeprowadzania zewnętrznej oceny w regularnych odstępach czasu (np. co trzy lata)? Jeśli tak, to w jaki sposób można to robić?*

Komisja Europejska w swoim zaleceniu z 2005 r. (2005/162/WE) dotyczącym roli niewykonawczych członków rady i komitetów rady rekomenduje coroczne dokonywanie przez rady spółek giełdowych samooceny efektywności jej działania. Autoewaluacja rady powinna obejmować ocenę jej składu, organizacji i działania jako zespołu, uwzględniać ocenę kompetencji i efektywności działania poszczególnych członków rady i komitetów rady oraz ocenę wyników pracy rady w świetle stawianych celów. Również polskie „Dobre Praktyki spółek notowanych na GPW” zawierają postanowienie, zgodnie z którym rada nadzorcza powinna raz w roku dokonać i przedstawiać zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu ocenę swojej pracy (rozdział III, pkt 1.2).

W zielonej księdze Komisja rozważa uzupełnienie corocznej samooceny rady o wymóg systematycznego, okresowego korzystania z usług zewnętrznego podmiotu wspomagającego ten proces (np. co trzy lata), co pozwoliłoby ulepszyć proces samooceny rady dzięki wnoszonemu przez ten podmiot obiektywizmowi i przekazywaniu najlepszych praktyk stosowanych w innych spółkach. Informacje zgromadzone przez Komisję wskazują, że zewnętrzny podmiot oceniający wnosi faktyczną wartość dodaną do procesu oceny szczególnie w sytuacjach kryzysowych lub w warunkach załamania komunikacji pomiędzy członkami rady. Dokonywanie zewnętrznej oceny zalecane jest przez OECD<sup>23</sup>, a także przez najnowszy brytyjski kodeks *corporate governance* z czerwca 2010 r. (*UK Corporate Governance Code*).

Na postawione wyżej pierwsze pytanie Komisji dotyczące „tworzenia zachęt” do przeprowadzania zewnętrznej ewaluacji rady należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Profesjonalny, zewnętrzny podmiot, niezależny od ocenianej przez siebie rady, rzeczywiście może przeprowadzić obiektywną i rzetelną ocenę jej pracy. Ocena ta powinna być następnie udostępniana akcjonariuszom i innym uczestnikom rynku. Z drugiej jednak strony wartości tej obiektywnej oceny nie należy przeceniać. Istnieje niebezpieczeństwo, że zewnętrzny ewaluator będzie ją przeprowadzać na podstawie niepełnych informacji, ponieważ z reguły nie będzie on uczestniczył w posiedzeniach rady i jej komitetów. Nie wydaje się również pożądane, aby zewnętrzny podmiot oceniający zyskał rangę swego rodzaju „nadzorcy rady nadzorczej” czy dodatkowego *quasi*-organu spółki, gdyż stałoby to w sprzeczności z przepisami korporacyjnymi regulującymi zadania i kompetencje organów spółki. Wreszcie, należy zwrócić uwagę na okoliczność, że poddanie rady zewnętrznej ocenie będzie się wiązać dla spółek z dodatkowymi kosztami, wynikającymi z konieczności wynagrodzenia podmiotu

---

<sup>23</sup> OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis*, February 2010, 52.

oceniającego. Biorąc powyższe pod uwagę, należy się opowiedzieć przeciwko nałożeniu na spółki prawnego obowiązku periodycznego poddawania ich rad zewnętrznej ocenie. Za wystarczające należy uznać zawarcie odpowiedniego postanowienia w zaleceniu przyjętym przez Komisję. Rekomendacja ta mogłaby zostać następnie wprowadzona do krajowych kodeksów dobrych praktyk i stosowana na zadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij”. Zaproponowany przez Komisję trzyletni odstęp czasu, w jakim powinna być dokonywana przedmiotowa ocena, wydaje się być okresem właściwym.

*Pytanie (9): Czy należy wprowadzić obowiązek ujawniania polityki wynagrodzeń, rocznego sprawozdania w sprawie wynagrodzeń (informującego o sposobie realizacji polityki wynagrodzeń w poprzednim roku) oraz indywidualnych wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych?*

Kwestie związane z wynagrodzeniem dyrektorów/członków rady nadzorczej i zarządu stanowią przedmiot „miękkiej” regulacji trzech zaleceń Komisji Europejskiej z 2004, 2005 i 2009 r. (zob. wyżej, pkt I). Zalecenia te mają na celu m.in. wzmocnienie przejrzystości praktyk w sferze wynagrodzeń poprzez ujawnianie zarówno stosowanej przez spółki giełdowe polityki wynagrodzeń, jak i wysokości wynagrodzeń indywidualnych, oraz wzmocnienie kontroli akcjonariuszy nad polityką wynagrodzeń poprzez wprowadzenie wymogu głosowania przez coroczne (zwyczajne) walne zgromadzenie nad uchwałą zatwierdzającą politykę wynagrodzeń stosowaną w spółce. Komisja pozostawiła uznaniu państw, czy głosowanie to ma mieć dla pozostałych organów spółki charakter wiążący, czy jedynie doradczy. Jak stwierdza Komisja, w niektórych państwach członkowskich UE (w tym także w Polsce) zalecenia te zostały implementowane w sposób połowiczny. W myśl prawa polskiego spółki dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych obowiązane są ujawniać w rocznych sprawozdaniach z działalności, w zindywidualizowany sposób w odniesieniu do każdego członka zarządu i rady nadzorczej, wartość wynagrodzeń, nagród lub korzyści, w tym wynikających z programów motywacyjnych lub premiovych (§ 91 ust. 6 pkt 17 rozporządzenia Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych (...)). Polskie prawo nie przewiduje natomiast obowiązku posiadania i ujawniania przez spółki giełdowe polityki (zasad) wynagradzania członków organów kierowniczych (zarządu, rady nadzorczej) i kadry menedżerskiej. „Dobre Praktyki w spółkach notowanych na GPW” zawierają jedynie „miękką” rekomendację (punkt I.5), w myśl której spółka powinna posiadać politykę wynagrodzeń oraz zasady jej ustalania. Polityka wynagrodzeń powinna w szczególności określać formę, strukturę i poziom wynagrodzeń członków organów nadzorujących i zarządzających. Przy określaniu polityki wynagrodzeń członków organów nadzorujących i zarządzających spółki GPW nakazuje zastosowanie zalecenia Komisji z 2004 r. (2004/913/WE) uzupełnionego o zalecenie z 2009 r. (2009/385/WE).

Na cytowane wyżej pytanie należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Zobowiązanie spółek giełdowych do opracowania i publikacji polityki wynagrodzeń, rocznego sprawozdania („deklaracji”) w sprawie wynagrodzeń (informującego o sposobie realizacji polityki wynagrodzeń w poprzednim roku), a także indywidualnych wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych niewątpliwie prowadziłyby do istotnego wzmocnienia przejrzystości w tym ważnym obszarze ładu korporacyjnego. Rady zostałyby niejako zmuszone do dokładnego zajęcia się kwestią zasad wynagradzania w spółce oraz do złożenia sprawozdania wobec akcjonariuszy ze sposobu realizacji tych zasad. Ułatwiłoby to akcjonariuszom wykonywanie kontroli nad polityką wynagradzania kadry menedżerskiej. Odpowiedni obowiązek mógłby zostać wprowadzony do dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (w wersji po nowelizacji dyrektywą 2006/46/WE z 14 czerwca

2006 r.), poprzez odpowiednie poszerzenie katalogu informacji, które musi zawierać oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, o punkt dotyczący polityki wynagrodzeń.

*Pytanie (10): Czy powinien istnieć obowiązek poddawania pod głosowanie akcjonariuszy polityki wynagrodzeń i sprawozdania w sprawie wynagrodzeń?*

Również na to pytanie należy udzielić odpowiedzi pozytywnej. Wprowadzenie takiego obowiązku umożliwiłoby akcjonariuszom wykonywanie ściślejszej kontroli nad realizacją polityki wynagrodzeń stosowanej w spółce przez jej organy kierownicze. Prawodawca europejski powinien pozostawić uznaniu państw członkowskich rozstrzygnięcie kwestii, czy odpowiednia uchwała walnego zgromadzenia mieć będzie charakter doradczy (wyrażający opinię akcjonariuszy) czy wiążący dla pozostałych organów spółki.

*Pytanie (11): Czy zgadzają się Państwo, że rada powinna zatwierdzać „profil ryzyka” spółki, brać za niego odpowiedzialność i komunikować go wyraźnie akcjonariuszom? Czy powyższe ustalenia dotyczące ujawnień powinny także obejmować najważniejsze powiązane ryzyka społeczne?*

*Pytanie (12): Czy zgadzają się Państwo, że rada powinna zapewnić skuteczność obowiązujących w spółce zasad dotyczących zarządzania ryzykiem oraz ich zgodność z profilem ryzyka spółki?*

Powyższe pytania odnoszą się do kwestii odpowiedzialności rady (dyrektorów lub nadzorczej) za należyte funkcjonowanie w spółce mechanizmów nadzorowania i zarządzania różnymi rodzajami ryzyka wewnętrznego i zewnętrznego, wiążącego się z działalnością spółki. Chodzi tu więc zarówno o ryzyka wewnętrzne, które zagrażają rozwojowi i istnieniu samej spółki, a tym samym interesom jej akcjonariuszy i określonych grup interesariuszy (przede wszystkim pracownikom i wierzycielom), jak i o ryzyka zewnętrzne (społeczne), które spółka generuje dla całego społeczeństwa i środowiska naturalnego (np. dramatyczne w skutkach wycieki ropy naftowej, do których dochodziło w ostatnich dziesięcioleciach). Ponadto, również środowisko naturalne może być źródłem dodatkowego ryzyka dla spółki (np. zmiany klimatyczne i związane z tym regulacje dotyczące emisji gazów cieplarnianych). Jak trafnie podkreśla Komisja, spółki, uwzględniając własną specyfikę (obszar działalności, wielkość, ekspozycje międzynarodowe, złożoność), powinny opracować odpowiednie zasady dotyczące ryzyka, aby być nim w stanie skutecznie zarządzać.

Zgodzić się należy z Komisją, że warunkiem skuteczności polityki zarządzania ryzykiem jest wyraźne jej określenie dla całej spółki „na samej górze”. Oznacza to, że o polityce tej powinna zdecydować rada dyrektorów (w systemie monistycznym), na której spoczywa też główna odpowiedzialność za określenie profilu ryzyka danej spółki, odpowiednio do realizowanej przez nią strategii, a także ściśle kontrolowanie tego profilu w celu upewnienia się o jego skuteczności. W systemie dualistycznym, opracowanie polityki ryzyka powinno być wspólnym zadaniem zarządu i rady nadzorczej, przy czym ta ostatnia ponosi odpowiedzialność za nadzór nad prawidłowym funkcjonowaniem w spółce mechanizmu zarządzania ryzykiem. W obydwu systemach organizacji spółki nieodzowne jest wyraźne określenie roli i obowiązków wszystkich stron uczestniczących w procesie zarządzania ryzykiem, tzn. rady, kadry kierowniczej wyższego szczebla i wszystkich pracowników zajmujących się ryzykiem. Opisy stanowisk muszą być udostępniane wewnątrz spółki i do wiadomości publicznej. Należy nadmienić, że zgodnie z punktem III.1.1 polskich „Dobrych Praktyk”, rada nadzorcza spółki giełdowej powinna raz w roku sporządzać i przedstawiać zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu zwięzłą ocenę sytuacji spółki, z uwzględnieniem oceny systemu kontroli wewnętrznej i systemu

zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki. Oznacza to, że również rada nadzorcza ponosi odpowiedzialność za prawidłowe funkcjonowanie tego systemu.

Na cytowane powyżej pytania należy więc udzielić odpowiedzi pozytywnej. Pożądane wydaje się wyraźne wyartykułowanie tego obowiązku rady na poziomie prawa unijnego, co najmniej w postaci zalecenia Komisji Europejskiej. Ponadto należałoby rozważyć poszerzenie katalogu informacji, które musi zawierać oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, o punkt dotyczący funkcjonującego w spółce systemu zarządzania ryzykiem oraz osób i organów odpowiedzialnych za jego prawidłowe działanie. W tym celu konieczna byłaby zmiana dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (w wersji po nowelizacji dyrektywą 2006/46/WE z 14 czerwca 2006 r.).

## 2. Problematyka akcjonariuszy

*Pytanie (13): Proszę wskazać obowiązujące przepisy prawa UE, które Państwa zdaniem mogą przyczyniać się do upowszechniania szkodliwej krótkoterminowej perspektywy inwestycyjnej, i zaproponować, w jaki sposób można zmienić te przepisy, aby zapobiegać temu zjawisku.*

W ocenie Komisji Europejskiej, wnioski płynące z zielonej księgi – „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń” z czerwca 2010 r. wskazują, że brak dostatecznego zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny przyczynił się do powstania ostatniego kryzysu finansowego. Zaangażowanie akcjonariuszy rozumie się jako aktywne kontrolowanie spółek i decyzji podejmowanych przez ich kierownictwo, dialog z radą dyrektorów/radą nadzorczą, wykonywanie korporacyjnych praw akcjonariuszy (w szczególności prawa głosu na walnych zgromadzeniach) oraz współpracę z innymi akcjonariuszami, mającą na celu polepszenie zarządzania spółką i stabilny wzrost jej wartości w długim okresie. Zmiany zachodzące w ostatnich latach na rynkach kapitałowych, w tym wzrost roli inwestorów finansowych takich jak fundusze hedgingowe, doprowadziły do upowszechniania się wśród spółek giełdowych krótkoterminowej perspektywy inwestycyjnej. Przejawia się to w podejmowaniu przez kierownictwo spółek działań mających na celu szybki wzrost wartości ich akcji oraz maksymalizację zysku w krótkim okresie, w celu zaspokojenia oczekiwań krótkoterminowych inwestorów finansowych. Działaniom tym towarzyszy często podejmowanie przez spółki nadmiernego ryzyka i zaniebywanie realizacji strategii służącej wolniejszemu, ale stabilnemu wzrostowi wartości spółki w dłuższym okresie. W skrajnych przypadkach może to prowadzić do upadłości spółki.

W opublikowanym w dniu 5 kwietnia 2011 r. Raporcie Grupy Refleksyjnej<sup>24</sup> o przyszłości europejskiego prawa spółek<sup>25</sup> wskazuje się, że koncentrowaniu się spółek giełdowych na krótkoterminowej perspektywie inwestycyjnej sprzyjają przepisy przewidujące wymóg publikacji śródrocznych, a w szczególności kwartalnych, raportów okresowych. Krótkie okresy raportowania mogą bowiem skłaniać spółki do podejmowania działań dających zwrot w jak najkrótszym okresie tak, aby móc „pochwalić” się tym przed rynkiem w raportach kwartalnych. W prawie europejskim do takich raportów („śródrocznych sprawozdań zarządu”) odnosi się art. 6 dyrektywy 2004/109/WE z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (tzw. dyrektywa o przejrzystości). W prawie polskim odpowiednie regulacje

---

<sup>24</sup> Grupę Refleksyjną tworzą wybitni przedstawiciele nauki prawa spółek, którym Komisja Europejska zleciła opracowanie raportu dotyczącego pożądanych zmian tego prawa.

<sup>25</sup> *Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law*, Bruksela 2011. Dokument dostępny na stronie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm)



zawiera przywołane wyżej rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych (...). W swoim Raporcie Grupa Refleksyjna proponuje umożliwienie spółkom giełdowym rezygnacji z publikacji tych raportów, co mogłoby je zachęcić do skoncentrowania się na realizacji strategii stabilnego, długoterminowego rozwoju, uwzględniającej również oczekiwania interesariuszy (wierzycieli, pracowników, otoczenia społecznego).<sup>26</sup> Należy jednak zaznaczyć, że w wyniku przeprowadzonych w 2010 r. przez Komisję Europejską konsultacji dotyczących modernizacji dyrektywy o przejrzystości, większość respondentów negatywnie wypowiedziała się co do propozycji zniesienia obowiązku publikacji tych raportów w odniesieniu do małych spółek giełdowych wskazując, iż skutkowałoby to nieuzasadnionym pogorszeniem transparentności.<sup>27</sup> Respondenci wskazali, że raporty kwartalne zawierają wiele informacji istotnych dla inwestorów. Można dlatego wątpić, czy najnowsze propozycje Grupy Refleksyjnej znajdą akceptację wśród uczestników rynku. Wątpliwość ta odnosi się również do kolejnej propozycji tej Grupy, dotyczącej zredefiniowania pojęcia informacji poufnej (*inside information*) na gruncie dyrektywy 2003/6/WE z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)<sup>28</sup> tak, aby w zakresie szerszym niż dotychczas umożliwić spółkom giełdowym odstępstwa od wymogu niezwłocznej publikacji tych informacji, jeżeli mogą mieć one wpływ na wycenę instrumentów finansowych emitowanych przez spółki.

*Pytanie (14): Czy należy podjąć środki dotyczące systemów motywacyjnych dla zarządzających aktywami, którzy zajmują się portfelami długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, oraz oceny wyników pracy tych zarządzających, a jeżeli tak, to jakie środki?*

W ocenie Komisji Europejskiej, sposób oceny efektywności osób zarządzających aktywami i system motywacyjny obejmujący świadczenia i prowizje zachęca zarządzających aktywami do dążenia do korzyści krótkoterminowych. Istnieją dowody, że rekrutacja, ocena i wynagrodzenie osób zarządzających aktywami opiera się często na krótkoterminowej, względnej efektywności – tendencja ta znalazła także potwierdzenie w wynikach dialogu Komisji i inwestorów instytucjonalnych. Ocena efektywności na podstawie względnych kryteriów, tzn. osiągania wyników lepszych albo gorszych od indeksu rynkowego, może zachęcać do zachowań stadnych i skupiania się na perspektywie krótkoterminowej, zwłaszcza jeżeli wyniki są mierzone w krótkich odstępach czasu. Komisja jest zdania, że zawieranie krótkoterminowych zachęt w umowach o zarządzanie aktywami może w znacznym stopniu przyczynić się do przyjmowania przez zarządzających aktywami szkodliwej perspektywy krótkoterminowej, która znajduje odzwierciedlenie w obserwowanej bierności akcjonariuszy.

Biorąc pod uwagę powyższe, na zadanie pytanie należy udzielić odpowiedzi twierdzącej. Jako środki służące dostosowaniu interesów długoterminowych inwestorów instytucjonalnych i zarządzających aktywami można zaproponować po pierwsze, zwiększenie obowiązków informacyjnych dotyczących systemów motywacyjnych dla osób zarządzających aktywami, a po drugie – opracowanie zbioru zasad inwestycyjnych, którymi powinny się kierować te osoby. Zbiór ten mógłby zostać przyjęty przez Komisję w formie zalecenia.

---

<sup>26</sup> *Report...*, *op.cit.*, s. 38.

<sup>27</sup> *Summary of Responses to the Consultation by DG Internal Market and Services on the Modernisation of the Transparency Directive (2004/109/EC)*, Bruksela 2010, s. 15. Dokument dostępny na stronie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm)

<sup>28</sup> Dz.Urz. 2003, L 96/16.

*Pytanie (15): Czy prawo UE powinno wspierać skuteczniejsze monitorowanie zarządzających aktywami przez inwestorów instytucjonalnych w zakresie strategii, kosztów, zawieranych transakcji i stopnia zaangażowania zarządzających aktywami w spółki, w które dokonano inwestycji? Jeżeli tak, to w jaki sposób?*

Na pierwsze z postanowionych pytań należy udzielić odpowiedzi twierdzącej. Wypada się zgodzić z Komisją Europejską, że większa przejrzystość w zakresie wykonywania obowiązków powierniczych przez zarządzających aktywami, w tym ich strategii inwestycyjnych, kosztów wiążących się z wymianą składu portfela inwestycyjnego (obrotu portfelem), informacji o tym, czy stopa obrotu portfelem odpowiada uzgodnionej strategii, kosztom i korzyściom związanym z zaangażowaniem się w sprawy spółki itp., mogłaby rzucić więcej światła na faktyczne korzyści, jakie działania zarządzających aktywami przynoszą inwestorom długoterminowym, i na skuteczność tych działań z punktu widzenia budowania, w imieniu inwestorów, długoterminowej wartości spółki.

Oprócz tego pozytywne mogłyby być informacje o oczekiwanym przez właściciela aktywów stopniu i zakresie zaangażowania zarządzającego tymi aktywami w spółki, w które dokonywane są inwestycje, a także sprawozdania zarządzającego aktywami dotyczące tego zaangażowania. Większa przejrzystość w tych kwestiach mogłaby pomóc inwestorom instytucjonalnym w lepszym monitorowaniu przedstawicieli działających w ich imieniu (tj. zarządzających aktywami) i w ten sposób zwiększyć ich wpływ na proces inwestycyjny. Dzięki skuteczniejszemu monitorowaniu przedstawicieli, długoterminowi inwestorzy instytucjonalni mogliby podjąć decyzję o renegotjowaniu umów o zarządzaniu, tak aby wprowadzić ograniczenia dotyczące stopy obrotu portfela i żądać od zarządzających ich aktywami większego zaangażowania w spółki, w które dokonywane są inwestycje.

*Pytanie (16): Czy przepisy UE powinny wymagać zachowania pewnego stopnia niezależności (np. wobec spółki dominującej) przez organ zarządzający podmiotu zarządzającego aktywami czy też potrzebne są inne środki (ustawodawcze), aby poprawić sytuację w zakresie ujawnień informacji i zarządzania konfliktami interesów?*

Należy się zgodzić z Komisją, że konflikty interesów w sektorze finansowym są jedną z przyczyn braku zaangażowania akcjonariuszy instytucjonalnych w ład korporacyjny. Konflikty interesów pojawiają się często w sytuacjach, gdy inwestor instytucjonalny lub zarządzający aktywami albo też spółka dominująca tego inwestora lub zarządzającego, mają interesy gospodarcze związane ze spółką, w którą dokonano inwestycji. Sytuacja taka może zachodzić np. w kapitałowej grupie finansowej, gdy oddział zajmujący się zarządzaniem aktywami może nie chcieć czynnie wykonywać swoich praw akcjonariusza w spółce, na rzecz której jego spółka dominująca świadczy usługi albo w której posiada udziały.

Z uwagi na powyższe, należy postulować wprowadzenie na poziomie europejskim przepisów, które zapobiegałyby powstawaniu konfliktu interesów i wymagałyby zachowania pewnego stopnia niezależności przez członków zarządu podmiotu zarządzającego aktywami. Środki te powinny przyjąć postać przepisów co najmniej nakazujących ujawnianie takich konfliktów i informowanie o nich inwestorów, a być może także powstrzymanie się przez osoby dotknięte tym konfliktem od udziału w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

*Pytanie (17): W jaki sposób UE może najlepiej ułatwić współpracę pomiędzy akcjonariuszami?*

Skuteczne zaangażowanie się inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny ułatwiają wszelkie regulacje prawne, które łagodzą tzw. problem kolektywnego działania (ang. *collective action problem*), a więc trudności w zakresie skoordynowania ich działań i porozumienia

się co do celu, sposobu i procedur związanych z kontrolowaniem decyzji kierownictwa spółki. Podejmowanie przez drobnych inwestorów prób skoordynowania ich działań służących zaangażowaniu się w poprawę ładu korporacyjnego wciąż wiąże się z pewnym dodatkowym ryzykiem prawnym. Można wskazać następujące działania, które mogłyby zostać podjęte na poziomie unijnym w celu ułatwienia współpracy między akcjonariuszami:

- doprecyzowanie pojęcia „działanie w porozumieniu” (ang. acting in concert). Aktualnie definicję „działania w porozumieniu” zawierają dwie dyrektywy, tj. dyrektywa 2004/109/WE z 15.12.2004 r. o przejrzystości (art. 10 ust. 1 lit. a) oraz dyrektywa 2004/25/WE z 21.4.2004 r. o przejściach spółek (art. 2 ust. 1 lit. d). Dyrektywy te nakładają określone obowiązki na akcjonariuszy działających w porozumieniu, co często zniechęca ich do podejmowania jakichkolwiek prób skoordynowania swoich działań, gdyż łączyłoby się to z ryzykiem konieczności wypełnienia tych obowiązków. Pożądane wydaje się ujednoczenie i doprecyzowanie pojęcia „działania w porozumieniu” na płaszczyźnie europejskiej, tak aby wyeliminować wiążące się z nim ryzyko prawne dla inwestorów instytucjonalnych. Na marginesie należy zaznaczyć, że również definicja tego pojęcia zawarta w prawie polskim (tj. w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie publicznej (...)) nasuwa wątpliwości interpretacyjne, które mogłyby zostać usunięte w wyniku interwencji ustawodawcy;
- stworzenie unijnego systemu przekazywania pełnomocnictw, w ramach którego spółki giełdowe musiałyby oferować na swoich stronach internetowych specjalną usługę umożliwiającą akcjonariuszom umieszczanie informacji na temat poszczególnych punktów porządku obrad i zbieranie pełnomocnictw od innych akcjonariuszy. Należy jednak zaznaczyć, że nałożenie na spółki takiego ustawowego obowiązku wiązałoby się dla nich z dodatkowymi kosztami i ryzykiem prawnym (np. z niebezpieczeństwem zaskarżenia uchwał w przypadku, gdy z jakiś powodów, niezależnych od spółki, usługa ta nie została zrealizowana). Dlatego też należy się opowiedzieć za przyjęciem odpowiedniej regulacji w zaleceniu Komisji, którego transpozycja mogłaby nastąpić w krajowych zbiorach dobrych praktyk;
- wydanie przez Komisję zalecenia, które zostało zapowiedziane w dyrektywie 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (por. pkt 11 preambuły tej dyrektywy), w celu ułatwienia transgranicznego wykonywania prawa głosu (w tym także przepływu informacji i instrukcji co do sposobu głosowania) w przypadku istnienia łańcucha pośredników między tzw. ostatecznym akcjonariuszem (ang. *beneficial owner*) a spółką. Zalecenie to powinno zmierzać do zapewnienia ostatecznym akcjonariuszom dostępu do skutecznych usług związanych z głosowaniem oraz wykonywania prawa głosu zgodnie z instrukcjami udzielonymi przez tych akcjonariuszy.

*Pytanie (18): Czy prawo unijne powinno zobowiązywać doradców inwestorów w sprawie głosowania do większej przejrzystości np. jeżeli chodzi o stosowane przez nich metody analityczne, konflikty interesów albo politykę zarządzania konfliktami interesów oraz czy powinni oni stosować kodeks postępowania? Jeżeli tak, w jaki sposób można najlepiej osiągnąć ten cel?*

*Pytanie (19): Czy są Państwo zdania, że konieczne są inne środki (ustawodawcze) np. ograniczenie możliwości jednoczesnego świadczenia przez doradców usług na rzecz inwestora w związku z głosowaniem i usług konsultingowych na rzecz spółek, w które dokonano inwestycji?*

W ostatnim czasie na świecie obserwuje się wzrastającą rolę tzw. profesjonalnych doradców inwestorów w sprawie głosowania (ang. *proxy advisors*). Doradcy ci świadczą całą paletę usług, przede wszystkim na rzecz inwestorów instytucjonalnych: od doradztwa co do sposobu głosowania na walnych zgromadzeniach spółek, poprzez pełnienie funkcji pełnomocnika tych

inwestorów na walnych zgromadzeniach (często z przyznaniem im swobody co do sposobu głosowania), aż po sporządzanie ratingów oceniających przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe. Wzrastająca rola profesjonalnych doradców, a zwłaszcza wpływ, jaki wywierają oni na wynik głosowania w spółkach, budzi pewne zaniepokojenie u regulatorów po obydwu stronach Oceanu Atlantyckiego,<sup>29</sup> przy czym jako źródła zagrożenia wskazwane są najczęściej następujące okoliczności:

- brak dostatecznej przejrzystości co do metod analitycznych, w oparciu o które doradcy ci przygotowują swoje porady. W szczególności wyrażane są opinie, że nie uwzględniają one specyficznego charakteru danej spółki ani krajowego ustawodawstwa czy też najlepszych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego. Porady co do sposobu głosowania mogą być udzielane w sposób szablonowy, na zasadzie „*one size fits all*”, na podstawie niekompletnych, a czasem nawet fałszywych informacji dotyczących konkretnej spółki, bez zadania sobie trudu ich weryfikacji;
- niebezpieczeństwo konfliktu interesów, jakiemu podlegać mogą doradcy. Konflikt ten może powstać w przypadku, gdy doradca działa jednocześnie jako konsultant w sprawie ładu korporacyjnego na rzecz spółek, które następnie ocenia w ratingu stosowania tych zasad. Kolejnym źródłem konfliktu interesów jest sytuacja, gdy doradca inwestora doradza jednocześnie w sprawie wniosków dotyczących projektów uchwał przygotowywanych przez jego klientów, tj. spółki;
- niska konkurencyjność sektora usług doradczych w zakresie głosowania oraz wynikające stąd potencjalne problemy dotyczące jakości doradztwa i przydatności z punktu widzenia potrzeb inwestora. Na jakość tę negatywny wpływ może mieć też okoliczność, że doradca nie ponosi ryzyka inwestycyjnego, ani nie spoczywają na nim obowiązki lojalności w stosunku do spółki i innych akcjonariuszy.

Odpowiadając na postawione wyżej pytania, należy się opowiedzieć za wprowadzeniem do prawa unijnego regulacji zobowiązujących doradców w sprawie głosowania do większej przejrzystości, w szczególności w odniesieniu do stosowanych przez nich metod analitycznych, zapobiegania konfliktom interesów oraz stosowanego kodeksu etycznego postępowania (*code of ethics*). Ponadto należałoby rozważyć wprowadzenie nakazu ścisłego rozdziału (tzw. chińskich murów) funkcji doradztwa w zakresie głosowania na rzecz inwestorów instytucjonalnych oraz usług konsultingowych na rzecz spółek w zakresie standardów ładu korporacyjnego, co zmniejszyłoby ryzyko powstania konfliktu interesów. Wzorem dla odpowiednich regulacji mogłyby być rozwiązania, które prawodawca europejski przyjął w odniesieniu do agencji ratingowych w rozporządzeniu nr 1060/2009 z 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych<sup>30</sup>. Być może byłoby zasadne poddanie tych doradców (podobnie jak uczyniono to w odniesieniu do agencji ratingowych) obowiązkowi rejestracji oraz nadzorowi właściwych organów państwowych (np. w Polsce – Komisji Nadzoru Finansowego (KNF)). Jeżeli chodzi o miejsce regulacji dotyczących przedmiotowych doradców, to w rachubę wchodzi bądź wydanie zalecenia Komisji, które nie miałyby charakteru wiążącego, lecz statuowałyby pewien preferowany standard postępowania, bądź uchwalenie rozporządzenia unijnego (na wzór powołanego rozporządzenia nr 1060/2009), które zawierałoby normy obowiązujące bezpośrednio i w całości w każdym państwie członkowskim. Wydaje się, że wybór jednego z tych instrumentów prawnych należałoby poprzedzić badaniami co do rzeczywistego wpływu doradców na sposób głosowania inwestorów w europejskich spółkach, a także co do stopnia konkurencji panującej na rynku tych usług doradczych w UE.

---

<sup>29</sup> Por. H. Fleischer, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), 2/2011, s. 169 i n. oraz cyt. tam literatura.

<sup>30</sup> Dz.Urz. UE 2009, L 302/1.

*Pytanie (20): Czy widzą Państwo potrzebę wprowadzenia technicznego i/lub prawnego mechanizmu europejskiego, który umożliwiłby emitentom identyfikację ich akcjonariuszy, aby ułatwić dialog w sprawie kwestii ładu korporacyjnego? Jeżeli tak, czy są Państwo zdania, że taki mechanizm sprzyjałby także współpracy pomiędzy inwestorami? Prosimy o podanie szczegółowych informacji (np. zakładanych celów, preferowanego instrumentu, częstotliwości udostępniania informacji, poziomu szczegółowości i alokacji kosztów).*

Potrzeba identyfikacji „ostatecznych” akcjonariuszy (ang. *beneficial shareholder*) powstaje zwłaszcza wówczas, gdy akcje wyemitowane przez spółkę mają postać tzw. akcji rejestrowych (registered shares), przy czym w elektronicznej księdze akcyjnej ujawniani są tzw. akcjonariusze nominalni (ang. *nominees*), będący z reguły instytucjami depozytowymi lub firmami inwestycyjnymi, które prowadzą rachunek papierów wartościowych dla ostatecznych właścicieli akcji (*beneficial owners*) i powierniczo wykonują prawa korporacyjne zgodnie z ich wskazówkami. W rezultacie, pomiędzy spółką a jej rzeczywistymi (ostatecznymi) akcjonariuszami dochodzi do powstania „łańcucha pośredników”, na których spoczywa prawny obowiązek zapewnienia prawidłowej komunikacji między spółką a rzeczywistym akcjonariuszem oraz umożliwienia tym ostatnim wykonywania uprawnień korporacyjnych. Łańcuchy pośredników występują często w sytuacjach transgranicznych, w których ostateczni właściciele akcji są podmiotami zagranicznymi. Spółki, będące emitentami akcji, nie mają wówczas bezpośredniego dostępu do swoich ostatecznych akcjonariuszy, z czym wiąże się ryzyko, że informacje dotyczące walnego zgromadzenia nie dotrą do nich na czas, bądź też, że za ostatecznego akcjonariusza zostanie uznany pośrednik krajowy. W praktyce może to stanowić przeszkodę dla angażowania się akcjonariuszy (którymi są często zagraniczni inwestorzy instytucjonalni) w nadzór korporacyjny i wykonywania uprawnień na walnych zgromadzeniach.

Wprowadzenie jednolitego technicznego i/lub prawnego mechanizmu europejskiego, który umożliwiłby spółkom-emitentom identyfikację ich (ostatecznych) akcjonariuszy co najmniej w związku z organizacją walnego zgromadzenia, pozwoliłoby usunąć te przeszkody, dlatego też wydaje się on pożądany. W sposób pośredni mogłoby się to również przyczynić do ułatwienia współpracy między inwestorami na etapie poprzedzającym walne zgromadzenie. Z drugiej jednak strony, nie powinno być dopuszczalne, aby emitent ujawniał dane dotyczące określonych akcjonariuszy bez ich zgody innym inwestorom. Koszty ustalenia ostatecznego akcjonariusza powinna ponosić spółka. Mechanizm identyfikacji akcjonariuszy ułatwiłby również przeciwdziałanie zjawisku tzw. pustego głosowania (*empty voting*), występującego w przypadku, gdy prawo głosu wykonywane jest przez inwestora, który, mimo że jest formalnie legitymowany do głosowania (np. z uwagi na posiadanie akcji w dniu record date), to jednak nie jest zainteresowanym długoterminową sytuacją spółki i nie ponosi związanego z tym ryzyka inwestycyjnego. Zjawisko to towarzyszy m.in. pożyczaniu akcji, nabywaniu niektórych instrumentów pochodnych opartych na akcjach, a także nabywaniu akcji w okresie między dniem rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (record date) a dniem głosowania. Przy regulacji szczegółów unijnego mechanizmu ustalania ostatecznych akcjonariuszy byłoby pożądane odwołanie się do prac *Legal Certainty Group*, która w swoim raporcie z 2008 r. postulowała przyjęcie środków mających na celu m.in. usunięcie barier w odniesieniu do transgranicznego wykonywania praw korporacyjnych.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> *Second Advice of the Legal Certainty Group Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU*, August 2008, dokument dostępny na stronie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/certainty\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm)

*Pytanie (21): Czy są Państwo zdania, że akcjonariusze mniejszościowi potrzebują dodatkowych praw, aby móc skutecznie reprezentować swoje interesy w spółkach, w których istnieje akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny czy też akcjonariusz główny?*

Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych nabiera na znaczeniu w spółkach, w których występuje akcjonariusz dominujący (większościowy). Akcjonariusz ten, wywierając wpływ na organy kierownicze, może bowiem dążyć do osiągnięcia tzw. prywatnych korzyści z kontroli nad spółką (ang. *extracting private benefits of control*) ze szkodą dla niej samej oraz dla interesów akcjonariuszy mniejszościowych (np. transferowanie cennych aktywów z majątku spółki, zawieranie umów na warunkach niekorzystnych dla spółki – w szczególności z podmiotami powiązаныmi, por. niżej). Rozwinięte systemy prawa spółek przewidują instrumenty prawne, z których mogą skorzystać drobni akcjonariusze reprezentujący określony ułamek kapitału zakładowego spółki lub ogółu praw głosu, w celu ochrony interesów swoich i spółki przed działaniami akcjonariusza większościowego i pozostającego pod jego wpływem kierownictwa spółki. W prawie europejskim odpowiednie regulacje zawarte są przede wszystkim w dyrektywie 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i dotyczą m.in. prawa akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 5% kapitału zakładowego do żądania zwołania walnego zgromadzenia oraz do żądania umieszczenia określonych spraw w porządku obrad najbliższego zgromadzenia. Regulacje krajowe niektórych państw członkowskich wychodzą ponad ten minimalny standard i przyznają akcjonariuszom mniejszościowym dodatkowe uprawnienia, pozwalające im częściowo wpływać na skład osobowy rady. Przykładem takiego uprawnienia jest przewidziane w prawie polskim prawo akcjonariuszy mniejszościowych do żądania wyboru rady nadzorczej w drodze głosowania w oddzielnych grupach (art. 385 § 3-9 k.s.h.), co pozwala tym akcjonariuszom wybrać swoich kandydatów do rady, ograniczając tym samym wpływ akcjonariusza większościowego. Ponadto, w rachubę wchodzi przyznanie akcjonariuszom mniejszościowym prawa żądania powołania specjalnego rewidenta, którego zadaniem byłaby obiektywna kontrola określonych transakcji spółki lub decyzji jej kierownictwa (por. w prawie polskim art. 84-86 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej (...)).

Należy sądzić, że nie jest konieczne, aby prawo europejskie narzucało wszystkim państwom członkowskim obowiązek wprowadzenia takich mechanizmów do ich prawa wewnętrznego. Przykładowo, reprezentacja akcjonariuszy mniejszościowych w radzie ma również pewne wady, na które wskazuje się w polskiej doktrynie (np. może prowadzić do skonfliktowania rady, tworzenia się w niej frakcji, a w efekcie – destabilizować jej pracę i osłabić efektywność wykonywanego przez nią nadzoru; istnieje również niebezpieczeństwo ujawniania wrażliwych informacji przez reprezentanta mniejszości akcjonariuszom, którym zawdzięcza on swój wybór). Ponadto, wprowadzenie takiego uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych napotykałoby z pewnością na opór w tych państwach, których prawo przyznaje pracownikom uprawnienie do wyboru części składu rady nadzorczej (tak np. w Niemczech, gdzie pracownicy spółek akcyjnych mają prawo wyboru połowy rady nadzorczej, tzw. *Mitbestimmung*). Bardziej celowe byłoby natomiast uregulowanie na poziomie europejskim prawa akcjonariuszy mniejszościowych do żądania powołania specjalnego rewidenta. Należy zaznaczyć, że prace nad odpowiednią regulacją zostały zapowiedziane przez Komisję Europejską już w Planie działania z 2003 r. w nawiązaniu do postulatów Grupy Ekspertów Wysokiego Szczebla zawartych w jej raporcie z listopada 2002 r.

*Pytanie (22): Czy są Państwo zdania, że akcjonariusze mniejszościowi potrzebują większej ochrony przed transakcjami z jednostkami powiązаныmi? Jeśli tak, to jakie można by podjąć środki?*

Transakcje zawierane przez spółkę z podmiotami powiązаныmi stanowią źródło zagrożenia dla interesów spółki i akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ mogą być wykorzystywane przez akcjonariusza większościowego i posłuszne mu kierownictwo do dokonywania transferów uszczuplających jej majątek. W związku z tym Komisja Europejska przytacza propozycję zgłoszoną m.in. przez Forum Ładu Korporacyjnego (gremium doradcze działające przy Komisji), w myśl której transakcje zawierane z podmiotami powiązаныmi powyżej pewnego pułapu wartości (odniesionej do aktywów spółki) powinny zostać poddane przez radę kontroli niezależnego eksperta, który przedstawiłby następnie akcjonariuszom mniejszościowym bezstronną opinię na temat warunków, na jakich zawierane są transakcje z jednostkami powiązаныmi. Transakcje z jednostkami powiązаныmi o znacznej wartości (powyżej 5% aktywów spółki) wymagałyby zatwierdzenia przez walne zgromadzenie, przy czym podmioty powiązane (a według niektórych propozycji – także akcjonariusz większościowy) byłby wyłączone od głosowania nad uchwałą w sprawie zatwierdzenia.<sup>32</sup> Zbliżona regulacja zawarta jest w prawie francuskim (fr. *conventions réglementées*, art. 225-38, 225-39 *Code de commerce*).

Do tych propozycji należy się odnieść sceptycznie. Wprowadzenie do prawa europejskiego (np. do dyrektywy) „twardej” regulacji prawnej przewidującej tego typu obowiązki wiązałoby się z dodatkowymi kosztami i ryzykiem prawnym dla spółek oraz mogłoby utrudnić zawieranie transakcji w ramach grup kapitałowych. Za wystarczające należy uznać przyjęcie przez Komisję Europejską zalecenia, które zawierałoby „miękką” rekomendację określającą standard postępowania w odniesieniu do umów zawieranych z podmiotami powiązаныmi. Na marginesie należy zaznaczyć, zasadę dotyczącą takich umów zawierają polskie „Dobre Praktyki spółek notowanych na GPW”. Zgodnie z punktem 3 zawartym w rozdziale II „Dobrych Praktyk”, zarząd, przed zawarciem przez spółkę istotnej umowy z podmiotem powiązаныm, zwraca się do rady nadzorczej o aprobatę tej transakcji/umowy. Powyższemu obowiązkowi nie podlegają transakcje typowe, zawierane na warunkach rynkowych w ramach prowadzonej działalności operacyjnej przez spółkę z podmiotem zależnym, w którym spółka posiada większościowy udział kapitałowy. Ponadto, polskie prawo przyznaje akcjonariuszom mniejszościowym spółek publicznych, reprezentującym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów, prawo żądania zbadania określonej transakcji przez powołanego w tym celu rewidenta do spraw szczególnych (art. 84 ustawy o ofercie publicznej).

*Pytanie (23): Czy należy podjąć środki, aby wspierać na poziomie UE akcjonariat pracowniczy, a jeżeli tak, to jakie środki?*

Jak wskazują badania oraz doświadczenia państw europejskich i USA, akcjonariat pracowniczy, a więc partycypacja finansowa pracowników w spółce w rezultacie nabycia jej akcji, może mieć pozytywny wpływ na wartość spółek i na ład korporacyjny.<sup>33</sup> Najczęściej wskazuje się na takie zalety akcjonariatu pracowniczego jak: zwiększenie zaangażowania i motywacji pracowników, wzrost produktywności, poprawa jakości pracy wskutek ich zwiększonej identyfikacji z przedsiębiorstwem spółki, której są oni również właścicielami, modernizacja organizacji pracy

---

<sup>32</sup> *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities*, 10 March 2011. Dostępne na stronie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm)

<sup>33</sup> Por. Ministerstwo Gospodarki, *Informacja nt. prywatyzacji pracowniczego i akcjonariatu pracowniczego w wybranych państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w USA*, Warszawa 2009 (dostępny na: <http://www.mg.gov.pl/Analizy+i+prognozy/Prywatyzacja+pracownicza>); Komisja Europejska, *Financial participation: A tool for better social dialogue and better corporate governance. Final report*, Bruksela 2009.

oraz zwiększenie odporności przedsiębiorstw na zewnętrzne wstrząsy, zmniejszenie napięć społecznych. Akcjonariat pracowniczy niesie jednak ze sobą również pewne ryzyko zarówno dla pracowników-akcjonariuszy, jak dla spółek. Ponieważ pracownicy z reguły nie dywersyfikują ryzyka inwestycyjnego, w przypadku upadłości spółki mogą stracić nie tylko swoje miejsca pracy, ale także oszczędności zainwestowane w jej akcje. Z uwagi na ich ograniczone możliwości finansowe, pracownicy z reguły nie będą w stanie dostarczyć spółce kapitału potrzebnego jej dla celów bądź to inwestycyjnych, bądź to sanacyjnych. Ponadto, jak uczą chociażby polskie doświadczenia, pracownicy często nie są skłonni traktować akcji, otrzymanych na preferencyjnych zasadach w ramach prywatyzacji spółki, jako długoterminowej inwestycji, lecz po upływie ustawowych okresów wyłączenia zbywalności tych akcji niezwłocznie je sprzedają na rynku wtórnym.

Mając na uwadze powyższe, należy ostrożnie opowiedzieć się za wspieraniem przez UE akcjonariatu pracowniczego, co nie powinno się jednak przejawiać w narzucaniu tego modelu akcjonariatu spółkom, które nie chcą go dobrowolnie stosować. Jeżeli chodzi o konkretne środki legislacyjne, to w rachubę wchodzi po pierwsze, wydanie zalecenia odnoszącego się do promocji finansowego udziału pracowników w spółkach. Zalecenie to stanowiłoby zbiór norm, do których spółki zamierzające stosować różne formy uczestnictwa pracowników mogłyby się odwołać i które tym samym zmniejszałyby ryzyko wiążące się z wykorzystaniem instrumentów prawnych służących realizacji akcjonariatu pracowniczego. Po drugie, Komisja Europejska mogłaby dokonać przeglądu już istniejących dyrektyw z zakresu prawa spółek i prawa rynku kapitałowego, pod kątem wprowadzenia do nich zmian ułatwiających stosowanie tych instrumentów. Przykładowo, można by rozważyć zmianę przepisów drugiej dyrektywy Rady w sprawie prawa spółek 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r., dotyczących m.in. nabywania przez spółkę własnych akcji oraz finansowania nabycia tych akcji pod kątem ewentualnych ułatwień dla realizacji przyjętych przez spółki planów akcjonariatu pracowniczego (art. 19 ust. 3, art. 23 ust. 2, art. 41 drugiej dyrektywy).

### **3. Ramy podejścia „przestrzegaj albo wyjaśnij” – monitorowanie i wdrażanie kodeksów ładu korporacyjnego**

*Pytanie (24): Czy zgadzają się Państwo, że spółki odstępujące od zaleceń kodeksów ładu korporacyjnego powinny mieć obowiązek przedstawienia szczegółowych wyjaśnień dotyczących takich odstępstw oraz opisania przyjętych przez nie alternatywnych rozwiązań?*

Badania przeprowadzone na zlecenie Komisji<sup>34</sup> potwierdzają przydatność i użyteczność kodeksów ładu korporacyjnego („dobrych praktyk”) stosowanych na zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij” (*comply or explain*), zgodnie z którą spółka, która zdecyduje się odstąpić od zaleceń przewidzianych w kodeksie ładu korporacyjnego, powinna podać szczegółowe i konkretne powody, dla których to uczyniła. Zasadę tę wprowadziła do prawa europejskiego dyrektywa 2006/46/WE z 14 czerwca 2006 r., przewidująca obowiązek corocznego publikowania przez spółki giełdowe oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego. Jeżeli spółka nie stosuje określonych części kodeksu ładu korporacyjnego, wtedy powinna poinformować o tym w oświadczeniu oraz podać uzasadnienie ich niestosowania. Inwestorzy kierują się tymi

<sup>34</sup> Zob. obszerne studium przygotowane na zlecenie Komisji Europejskiej dotyczące monitorowania i egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w państwach członkowskich: *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 September 2009, dostępne pod adresem [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).



wyjaśnieniami przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i dokonywaniu oceny wartości spółki. Z powołanych badań wynika jednak również, że ogólna jakość oświadczeń w sprawie ładu korporacyjnego składanych przez spółki odstępujące od zaleceń przewidzianych w kodeksach ładu korporacyjnego jest niedostateczna. Studium sporządzone na zlecenie Komisji Europejskiej wykazało, że w 60% przypadków spółki, które odstępowały od zaleceń, nie wskazały dostatecznego uzasadnienia tej decyzji. Spółki te albo stwierdzały po prostu, że odstępowały od zaleceń, nie przedstawiając żadnych dodatkowych wyjaśnień, albo podały tylko ogólne lub niepełne wyjaśnienie. W Polsce zakres i treść odpowiedniego obowiązku informacyjnego zostały sprecyzowane w uchwale Zarządu GPW nr 1013/2007 z 11.12.2007 r. w sprawie określenia zakresu i struktury raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe.<sup>35</sup> Z uchwały tej wynika, że raport dotyczący stosowania „Dobrych Praktyk spółek notowanych GPW” powinien obejmować m.in. wskazanie, które z nich nie były przez emitenta stosowane, wraz ze wskazaniem, jakie były okoliczności i przyczyny niezastosowania danej zasady oraz w jaki sposób spółka zamierza usunąć ewentualne skutki niezastosowania danej zasady lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko jej niezastosowania w przyszłości.<sup>36</sup> Cytowana uchwała przewiduje więc wysoki standard informacyjny, które mógłby jeszcze zostać podwyższony poprzez wprowadzenie wymogu, aby spółki podały opis ewentualnych rozwiązań alternatywnych, które stosują w miejsce zasad przewidzianych w „Dobrych Praktykach”.

Należy zgodzić się z Komisją Europejską, że na poziomie prawa europejskiego istnieje potrzeba wprowadzenia bardziej szczegółowych wymogów dotyczących informacji, które mają być publikowane przez spółki odstępujące od zaleceń zawartych w zbiorach dobrych praktyk korporacyjnych. Z punktu widzenia inwestorów wartość takich wyjaśnień jest tym większa, im wyższy jest stopień ich precyzji i szczegółowości. W tym celu pożądana byłaby, po pierwsze, nowela dyrektywy 2006/46/WE 14 czerwca 2006 r., polegająca na poszerzeniu i doprecyzowaniu obowiązków informacyjnych spoczywających na spółkach odstępujących od postanowień zbiorów ładu korporacyjnego, którym one podlegają. Po drugie, Komisja Europejska mogłaby rozważyć wydanie zalecenia, które precyzowałoby standard informacji udzielanych przez spółki giełdowe w odniesieniu do przestrzeganych lub niestosowanych przez nie zasad ładu korporacyjnego.

*Pytanie (25): Czy zgadzają się Państwo, że organy monitorujące powinny być uprawnione do sprawdzania wartości informacyjnej wyjaśnień zawartych w oświadczeniach o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego i do żądania od spółek, w razie takiej potrzeby, uzupełnienia przedstawionych wyjaśnień? Jeżeli tak, jaka dokładnie powinna być rola organów monitorujących?*

Jak wynika z powołanych wyżej badań przeprowadzonych na zlecenie Komisji Europejskiej, publikowane przez spółki oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego nie wydają się być w odpowiedni sposób monitorowane. W zdecydowanej większości państw członkowskich (w tym także w Polsce) organy nadzoru nad rynkiem, giełdy papierów wartościowych oraz audytorzy (biegli rewidenci) badający sprawozdania finansowe spółek, kontrolują jedynie dopełnienie obowiązku publikacji oświadczenia o ładzie korporacyjnym oraz, w pewnych przypadkach, jego formalną kompletność (tj. okoliczność, czy zawiera ono

---

<sup>35</sup> Uchwała ta została wydana na podstawie § 29 ust. 5 Regulaminu GPW.

<sup>36</sup> Zgodnie z § 91 ust. 5 pkt 4 lit. b rozporządzenia Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych (...) oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego powinno w określać zakres, w jakim emitent odstąpił od postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego, wskazać te postanowienia oraz zawierać wyjaśnienie przyczyny tego odstąpienia.

wszystkie punkty wymagane przez prawo). Kontroli nie podlega natomiast prawdziwość publikowanych wyjaśnień oraz ich wartość informacyjna dla ich zasadniczych odbiorców, tj. akcjonariuszy i inwestorów. Również system sankcji, którymi mogą podlegać spółki w razie nieprawidłowego wypełniania tego obowiązku, w większości państw nie wypełnia w sposób dostateczny funkcji dyscyplinującej emitentów do wyczerpującego informowania o stosowanych przez nich zasadach ładu korporacyjnego. W Polsce naruszenie tego obowiązku przez spółki giełdowe może być zagrożone karami przewidzianymi w Regulaminie GPW, a w razie naruszenia normatywnego obowiązku zawarcia w sprawozdaniu z działalności spółki oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego o treści określonej w § 91 ust. 5 pkt 4 rozporządzenia Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych (...), wchodzi w rachubę zastosowanie sankcji cywilno- i prawno-karnych przewidzianych odpowiednio w art. 98 i 100 ustawy o ofercie publicznej.<sup>37</sup>

Należy zgodzić się z twierdzeniem Komisji Europejskiej, iż podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij” działałoby znacznie bardziej skutecznie, gdyby odpowiednie organy monitorujące (np. organy nadzoru nad rynkiem finansowym, organy giełdy papierów wartościowych) były uprawnione do sprawdzania, czy dostępne informacje (w szczególności wyjaśnienia) mają odpowiednią wartość informacyjną i są odpowiednio obszerne. W szczególności należałoby rozważyć wprowadzenie możliwości „wrywkowego” kontrolowania przez organy nadzoru prawdziwości oświadczeń w sprawie stosowania ładu korporacyjnego składanych przez spółki. Ponadto, kontrola ta mogłaby być inicjowana przez akcjonariuszy i inwestorów, w razie uzasadnionych wątpliwości co do prawdziwości i rzetelności tych oświadczeń. Organy kontrolujące nie powinny jednak ingerować w treść ujawnianych informacji ani oceniać rozwiązań zastosowanych przez spółkę. Organy mogłyby podawać wyniki działań monitorujących do wiadomości publicznej, aby zwrócić uwagę na najlepsze praktyki i zachęcać spółki do całkowitej przejrzystości. Możliwe jest także przewidzenie oficjalnych sankcji w przypadku najpoważniejszych naruszeń obowiązków.

Za trafną trzeba też uznać propozycję Komisji nadania oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego statusu „informacji regulowanych” w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. k dyrektywy 2004/109/WE o przejrzystości. Oznaczałoby to, że informacje te zostałyby włączone w zakres uprawnień nadzorczych właściwego organu krajowego (w Polsce – KNF) zgodnie z art. 24 ust. 4 tej dyrektywy, co mogłoby się przyczynić do poprawy efektywności monitorowania, czy spółki prawidłowo i rzetelnie wypełniają swoje obowiązki informacyjne w zakresie ładu korporacyjnego.

---

<sup>37</sup> Por. K. Oplustil, *Instrumenty...*, op. cit., s. 369 i n.

## Spis treści

I. Zarys problematyki ładu korporacyjnego i przyczyny wydania zielonej księgi . . . . .	3
II. Przegląd problemów i pytań sformułowanych w zielonej księdze . . . . .	8
1. Problematyka rady dyrektorów/rady nadzorczej . . . . .	8
2. Problematyka akcjonariuszy . . . . .	15
3. Ramy podejścia „przestrzegaj albo wyjaśnij” – monitorowanie i wdrażanie kodeksów ładu korporacyjnego . . . . .	23

