

**THE EUROPEAN CENTRE FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL & COMPANY LAW
- Centrum C-LAW.ORG -**



ul. Siemieńskiego 4/2
30-076 Kraków

☎ +48 12 426 22 70
☎ +48 12 426 22 71
✉ c-law@c-law.org
🌐 www.c-law.org

EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G

KRS 224.889 NIP 677-225-18-63 REGON 120049460

Kraków, dn. 26 lutego 2006

**UWAGI DO PROJEKTU
ZBIORU ZASAD ŁADU KORPORACYJNEGO
GIELDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE
Projekt drugi, stan z dn. 8 stycznia 2007**

* * *

I. Wprowadzenie

Studia komparatystyczne ujawniają, że istnieje wiele modeli tworzenia zbiorów zasad ładu korporacyjnego. W typologii opartej o kryterium podmiotowe istotne miejsce zajmują zbiory inicjowane i projektowane przez giełdy papierów wartościowych lub komitety afiliowane przy giełdach. Takie rozwiązanie ma wiele zalet, co jest w szczególności prawdziwe dla państw post-socjalistycznych, w których giełdy i środowiska skupione wokół giełd wyrosły na wyraźnego lidera w gromadzeniu doświadczenia i kompetencji w zakresie prawa akcyjnego i rynku kapitałowego.

Z tym większą satysfakcją odnotowujemy poczuwanie się przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie do odpowiedzialności za kształt zasad ładu korporacyjnego w praktyce polskich spółek publicznych, a ściślej spółek poszukujących kapita-

łu za pośrednictwem polskiego rynku kapitałowego. Giełda zajmuje tym samym miejsce, do którego jest w sposób naturalny predysponowana.

Istnienie i kształt dobrych praktyk ma znaczenie dla szerokiego grona interesariuszy. Z pełną aprobatą należy odnieść się do włączenia przedstawicieli interesariuszy w proces wypracowywania kształtu nowych zasad ładu korporacyjnego, co nie tylko odpowiada trendom europejskim, ale również pozwala liczyć na większą internalizację postanowień zbioru przez ich adresatów. Pozytywnie oceniamy również zaproszenie do konsultacji przedstawicieli dwóch dalszych kategorii: regulatorów oraz ośrodków naukowych i akademickich. Taka kompozycja pozwala na twórczą wymianę i przedstawienie zróżnicowanych perspektyw. Potwierdzają to warsztaty konsultacyjne zorganizowane przez GPW w grudniu 2006 r., które stały się forum dyskusji nad pierwszym z przedstawionych projektów.

Grudniowe warsztaty ujawniły liczne kontrowersje dotyczące spraw o charakterze fundamentalnym dla rozumienia roli i charakteru zasad ładu korporacyjnego. Podniesione wątpliwości są dzielone przez niemałą część uczestników obrotu gospodarczego i często pokrywają się z liniami frontu akademickiej debaty. Stąd też w niniejszym dokumencie pragniemy odnieść się do najczęściej pojawiających się kontrowersji.

Odnosząc się do niektórych wątpliwości podniesionych podczas wzmiankowanych warsztatów oraz przede wszystkim do obecnej wersji projektu pragniemy dla większej klarowności podzielić nasze uwagi na ogólne oraz szczegółowe.

II. Uwagi ogólne

W celu zwiększenia przejrzystości naszych uwag oraz ich użyteczności w toku dalszych prac nad Zbiorem uwagi ogólne będą miały charakter ustosunkowania się do uprzednio zdefiniowanych, węzłowych problemów, na które składa się następujący katalog:

1. Jaki powinien być stopień „jurydyzacji” i szczegółowości poszczególnych postanowień zbioru?
2. Czy rynek dyskontuje/premiuje istnienie/przestrzeganie dobrych praktyk (czy rynek sankcjonuje/penalizuje brak/nieprzestrzeganie dobrych praktyk) i czy odpowiedź na to pytanie powinna mieć decydujący wpływ na kształt zbioru dobrych praktyk?
3. Czy z perspektywy reputacji polskiego rynku kapitałowego wysokiemu odsetkowi deklaracji zgodności z zasadami zapisanymi w zbiorze dobrych praktyk należy przypisywać istotne znaczenie sygnalizacyjne i czy taka statystyka jest celem samym w sobie?
4. Jak sankcjonować nieprawdziwe deklaracje o zgodności/przestrzeganiu postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego?
5. Kiedy wyjaśnienie niestosowania określonej zasady („explain”) jest (nie)wystarczające?
6. Czy należy wprowadzić różne standardy dobrych praktyk dla spółek z różnych rynków oraz segmentów rynku?
7. Dla kogo tworzone są zasady dobrych praktyk? (zagraniczni, instytucjonalni, indywidualni)
8. Jaka powinna być relacja do przepisów ustawowych, głównie KSH?
9. Czy zasadne jest tworzenie dwóch różnych kategorii postanowień o różnej mocy (rygor „zastosuj lub wyjaśnij” oraz zwykle zalecenia)?

Ad. 1. Jaki powinien być stopień „jurydyzacji” i szczegółowości poszczególnych postanowień zbioru?

Kodeksy dobrych praktyk są zazwyczaj klasyfikowane jako „soft-law”. Ten zażyczone termin w określony sposób sytuuje zbiory zasad ładu korporacyjnego wśród źródeł prawa, wskazując, że nie mają one mocy wiążącej, z jakiej korzystają akty ustawowe, ale opierają się na autorytecie ich projektodawców oraz często na konsensie ich adresatów i innych interesariuszy. Ogólno-abstrakcyjny charakter uregulowań zawartych w Zbiorach pozwala jednak zaszeregować je jako akty normatywne, które od ustaw różnią się przede wszystkim brakiem konstytucyjno-demokratycznej legitymacji organu stanowiącego. Wprawdzie zbiory zasad ładu korporacyjnego są jednocześnie aktami „perswazyjnymi”, niemniej jednak określenie „soft-law” nie może być utożsamiane z „miękką perswazją”, rozumianą jako takie redagowanie poszczególnych zale-

ceń, które „rozmywa” przesłanie i utrudnia jednoznaczną odpowiedź na pytanie o przestrzeganie zalecenia przez jego adresatów. Poszczególne zapisy zbioru powinny być zatem redagowane zgodnie z zasadami starannej legislacji: powinny być formułowane precyzyjnie w sposób umożliwiający skonstruowanie na ich podstawie norm postępowania i następnie weryfikację ich przestrzegania.

Posłużenie się w niektórych postanowieniach poprzedniej wersji Projektu zwrótami w stylu „*zarząd powinien rozważyć możliwość ...*” mogło być powodem nieporozumień. Należałoby jednoznacznie wyjaśnić, jaką treść miałyby pozytywna deklaracja spółki w odniesieniu do tak sformułowanej zasady? Czy oznaczałaby ona, że spółka przestrzega postanowienia, czy też że zarząd jedynie rozważa taką możliwość? Mając na uwadze niezyciowe – we współczesnej rzeczywistości rynkowej – przywiązanie licznych krajowych środowisk prawniczych do literalnej wykładni przepisów, uzasadnione wydają się wątpliwości do co sposobu rozumienia deklaracji na „tak”. W tych okolicznościach postanowienia posługujące się formułą „*zarząd powinien rozważyć możliwość ...*” nie tylko nie prowadziłyby do uzyskania przez inwestorów jasnych informacji, lecz byłyby nawet powodem zacierania różnic jakościowych między praktyką korporacyjną dwóch spółek, z których jedna przestrzega danej zasady, druga zaś jedynie rozważa taką możliwość, a obydwie deklarują jej zastosowanie. Dlatego też należy z uznaniem odnieść się do rezygnacji z tego typu nieprecyzyjnych zapisów w nowej wersji projektu.

Jeżeli chodzi o pożądany stopień szczegółowości regulacji Zbioru zasad ładu korporacyjnego należy zważyć, że zakres regulacji ustawowych w prawie polskim jest – porównaniu z większością innych ustawodawstw państw członkowskich – stosunkowo wąski, treść regulacji Kodeksu spółek handlowych jawi się też nieco anachronicznie, a orzecznictwo wnosi niewiele pozytywnych impulsów do procesu rozwoju i unowocześnienia naszego prawa. W tych okolicznościach wskazane wydaje się bardziej szczegółowe formułowanie postanowień Zbioru, który, z konieczności, powinien pełnić w praktyce o wiele istotniejszą rolę, niż ma to miejsce w przypadku większości kodeksów na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Dodatkowo należy wykorzystać szansę

efektu „promieniowania” zapisów Zbioru na praktykę korporacyjną i stosowanie prawa spółek w ogólności, również poza relacjami inwestorskimi. Giełda i środowiska skupione wokół Giełdy mogłyby dzięki temu wnieść pewien wkład w i dać świeże impulsy do rozwoju polskiego prawa spółek.

Ad. 2. Czy rynek dyskontuje/premiuje istnienie/przestrzeganie dobrych praktyk (czy rynek sankcjonuje/penalizuje brak/nieprzestrzeganie dobrych praktyk) i czy odpowiedź na to pytanie powinna mieć decydujący wpływ na kształt zbioru dobrych praktyk?

Jeden ze spornych punktów w debacie o celowość i kształt wprowadzania zbiorów dobrych praktyk dotyczy wątpliwości wokół ich rzeczywistego znaczenia. Pytanie dotyka podstawowej kwestii, z którą konfrontowany jest regulator, mianowicie kwestii stopnia efektywności rynku. Konkretnie w odniesieniu do dobrych praktyk sprowadza się to do odpowiedzi na pytanie, czy uczestnicy rynku, zwłaszcza strona popytowa (inwestorzy) są w stanie przetworzyć informacje o przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego i być skłonni do wynagrodzenia emitentów o wyższych standardach ładu korporacyjnego (w domyśle implementujących zalecenia kodeksów dobrych praktyk, ewentualnie wprowadzających ekwiwalentne mechanizmy) poprzez zapłatę „premi” (wyższej ceny) za emitowane przez nich akcje i odwrotnie, ukarać emitentów o złej reputacji korporacyjnej dyskontując ten fakt w cenie płaconej za ich papiery.

Studia empiryczne nie dają na to pytanie jednoznacznej odpowiedzi. Nawet jeśli na relatywnie efektywnym rynku, za jaki uchodzi zwłaszcza rynek amerykański, wykazywano pewną dodatnią korelację między przestrzeganiem dobrych praktyk a ceną akcji, otwartym pozostaje pytanie o przenoszalność tego rodzaju wyników na warunki polskie. Przykładowo badania w Niemczech obejmujące okres po wprowadzeniu „Niemieckiego Kodeksu Corporate Governance” z 2002 r. nie wykazały związku pomiędzy przestrzeganiem zaleceń tego kodeksu a kursem akcji.

Nie zgadzamy się jednak z powoływaniem tego argumentu jako podważającego *ratio* opracowywania zasad dobrych praktyk. Z całą stanowczością chcielibyśmy przestrzec przed podejściem do dobrych praktyk na zasadzie „wprawdzie nie należy sobie

wiele obiecywać, ale musimy je mieć (w domyśle: ze względów wizerunkowych oraz z uwagi na presję międzynarodowych inwestorów). Po pierwsze już sama dyskusja wokół dobrych praktyk stanowi samoistną wartość dodaną fenomenowi dobrych praktyk i samo-regulacji. Wiele prawdy jest bowiem w stwierdzeniu, że corporate governance dotyczy bardziej metody niż treści.

Za poważną dyskusją na temat corporate governance przemawiają jednak również argumenty dotyczące bardziej jego substancji. Podważanie zdolności rynku do przetwarzania informacji o przestrzeganiu dobrych praktyk nie powinno deprecjonować merytorycznej wartości zapisów zbiorów dobrych praktyk. Ilustracją może być paralela do rynku ubezpieczeń samochodowych. Ubezpieczyciele oferują zazwyczaj zniżki dla kierowców, którzy zainstalowali określone urządzenia antywłamaniowe w swoich pojazdach, przez co dyskontują obniżenie swojego ryzyka i oferują zachęty cenowe dla kierowców do instalowania tego typu urządzeń. Nawet jednak gdyby tego rodzaju upusty nie były stosowane (tj. rynek nie dyskontował faktu istnienia określonych zabezpieczeń antywłamaniowych), wówczas trudno byłoby z powołaniem się na nieefektywność rynku zanegować zasadność instalowania tego typu blokad z punktu widzenia celu, jakiemu służą. Nieefektywny rynek oznaczałby tylko niewłaściwą alokację finalnych kosztów takich zabezpieczeń. Nie inaczej rzecz ma się z kodyfikacją dobrych praktyk korporacyjnych.

Ponadto zwłaszcza w państwach, w których transformacja ustrojowa jest w toku – jeśli nawet nie w odniesieniu do samego rynku kapitałowego, to przynajmniej w odniesieniu do niektórych elementów jego otoczenia (np. wymiar sprawiedliwości i nauka prawa) - szczególnie istotne jest doprecyzowanie pewnych pojęć nieostrych oraz podjęcie unormowań bardziej szczegółowych, niż przewiduje to sama regulacja ustawowa (w Polsce KSH). Jest to tym bardziej istotne w krajobrazie, na który składają się również ewidentne naruszenia podstawowych standardów korporacyjnych, których co jakiś czas jesteśmy świadkami i które trafiają na nagłówki prasy. Oznacza to, że nawet jeśli częściowo, nawet jeśli stopniowo standardy dobrych praktyk będą przez emitentów przestrzegane, potwierdzać to będzie słuszność idei kodyfikacji zasad ładu korporacyjnego.

Ad. 3. Czy z perspektywy reputacji polskiego rynku kapitałowego wysokiemu odsetkowi deklaracji zgodności z zasadami zapisanymi w zbiorze dobrych praktyk należy przypisywać istotne znaczenie sygnalizacyjne i czy taka statystyka jest celem samym w sobie?

Warsztaty konsultacyjne przeprowadzone na GPW w grudniu 2006 r. ujawniły pewien nurt, którego przesłanie można by sparafrazować w ten sposób, że redagując zasady ładu korporacyjnego należy dbać o przyjęcie takiego katalogu oraz o takie formułowanie poszczególnych zaleceń, aby finalnie umożliwić osiągnięcie wysokiego stopnia deklaracji przestrzegania. Innymi słowy Zbiór miałby stanowić pewien wspólny mianownik standardów korporacyjnych, sformułowanych w taki sposób, aby większość emitentów nie miała większych problemów z zadeklarowaniem stosowania się do zaleceń Zbioru, czy to poprzez określony dobór tych zaleceń (z ewentualnym pominięciem kwestii bardziej „drażliwych”), czy to poprzez „miękką” redakcję samych zapisów (zob. wyżej, ad 1). Daje to asumpt do postawienia pytania, czy Zbiór rzeczywiście powinien być konstruowany w taki sposób, aby umożliwiać spółkom złożenie pozytywnych deklaracji w odniesieniu do jak największej liczby zasad? Czy składanie deklaracji o przestrzeganiu wszystkich zasad jest rzeczywiście wartością samą w sobie i czy wysoki procent zgodności będzie miał pozytywne znaczenie sygnalizacyjne nie tylko dla poszczególnych spółek, ale i dla całego rynku? Na takie pytanie należy odpowiedzieć negatywnie.

Po pierwsze, zasady ładu korporacyjnego, konstruowane jako tzw. miękkie prawo, nie nakładają na spółki obowiązku ich stosowania a konstrukcja „*comply or explain*” już ze swej natury nie obliguje spółek do przestrzegania poszczególnych reguł. Należy jedynie wyjaśnić przyczyny niezastosowania danej zasady. Nie wydaje się, aby nieprzestrzeganie danej zasady samo przez się było okolicznością kładącą się cieniem na wizerunku spółki, jeżeli przedstawiła ona przekonujące uzasadnienie odstępstw.

Po drugie, jeżeli chcemy, aby Zbiór wywierał realny wpływ na poprawę standardów korporacyjnych, to musimy umożliwić inwestorom **rozdzielenie jakości** praktyki korporacyjnej poszczególnych spółek. Formułowanie zasad w ten sposób, aby każ-

da z nich mogła odpowiedzieć twierdząco zaciera obraz różnic występujących między poszczególnymi emitentami.

Po trzecie, wiarygodności rynkowi w większym stopniu dodaje dobrze zredagowany, spójny i weryfikowalny Zbiór dobrych praktyk, aniżeli sama statystyka potwierdzająca wysoki odsetek deklaracji zgodności z zapisami, które same w sobie są – siłą rzeczy – wątpliwej jakości, gdyż zostały zredagowane właśnie w celu osiągnięcia owego wysokiego stopnia deklaratywnej konwergencji.

W powyższym kontekście dziwi stanowisko niektórych uczestników warsztatów, którzy z jednej strony nader sceptycznie odnoszą się do praktycznego znaczenia Zbioru, a zarazem wyraźnie oczekiwaliby takiego ujęcia zasad, aby każda spółka publiczna mogła „bez wysiłku” zadeklarować ich przestrzeganie. Skoro uważają oni, że przestrzeganie/nieprzestrzeganie Zasad nie znajduje odzwierciedlenia w kursie akcji, z jakiegoż to powodu tak bardzo chcieliby Zasad, których stosowanie mogłaby zadeklarować en block praktycznie każda spółka? Naszym zdaniem, tego rodzaju wypowiedzi są niekonsekwentne, a tym samym nie powinny wpływać na ostateczny kształt Zbioru Zasad.

Ad. 4. Jak sankcjonować nieprawdziwe deklaracje o zgodności/przestrzeganiu postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego?

Funkcjonowanie kodeksów dobrych praktyk zasadza się najczęściej na mechanizmie „zastosuj lub wyjaśnij”. Spółki nie są zatem zmuszone do stosowania się do zaleceń zbioru – mogą od nich odstąpić za cenę wyjaśnienia niestosowania. Oczywiście można rozważać zasadność podniesienia niektórych spośród zasad do rangi ustawowej albo do rangi tzw. „*listing rules*”, czyli warunków dopuszczenia do notowania określonych regulaminem Giełdy, jednak dopóki to nie nastąpi, ostatecznym i jedynym sądem nad emitentami jest rynek a sędziami inwestorzy.

Inaczej jednak należy oceniać nieprawdziwe deklaracje zgodności z zapisami zbioru. Nie wydaje się zasadne, aby tego rodzaju nieprawidłowe informacje sankcjonować i oceniać inaczej niż jakiegokolwiek inne informacje podawane przez spółkę. Zda-

jemy sobie oczywiście sprawę z problemów, jakie wiążą się z sankcjonowaniem zachowań odbiegających od deklaracji przestrzegania soft-law. Dlatego uważamy, że rozstrzygnięcie kwestii odpowiedzialności za złożenie z góry nieprawdziwego oświadczenia o stosowaniu danej zasady (nieprawidłowość pierwotna) nie powinno stanowić przedmiotu regulacji giełdowych. Należałoby pozostawić ten problem doktrynie i judykaturze. Natomiast w przypadku zajścia zdarzeń sprzecznych z uprzednio złożoną deklaracją wypadałoby nałożyć na spółki – w Regulaminie GPW – obowiązek niezwłocznego powiadomienia o zaistniałym zdarzeniu. Istniejący obecnie obowiązek przekazania stosownej wiadomości dopiero w raporcie kwartalnym jest naszym zdaniem dalece niewystarczający. Należy ponadto uznać, że w wielu, o ile nie we wszystkich przypadkach sytuacja taka będzie uzasadniała upublicznienie przez spółkę informacji bieżącej *ad hoc* zgodnie z art. 57 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Nic nie stoi również na przeszkodzie, aby na rynku wykształciły się instytucje przetwarzające i publicznie oceniające dane o faktycznym przestrzeganiu deklaracji.

Ad. 5. Kiedy wyjaśnienie niestosowania określonej zasady („explain”) jest (nie)wystarczające?

Zasada „zastosuj lub wyjaśnij” zasadza się na pewnym formalizmie. Nie zawiera ona żadnych wskazówek co do tego, czy w danych okolicznościach wyjaśnienie podane przez spółkę jest wystarczające (spójne, przekonujące, adekwatne). Rodzi to pytanie o dopuszczalność i celowość materialnej kontroli wyjaśnień odstępstw od stosowania zaleceń Zbioru. Na takie pytanie należy odpowiedzieć negatywnie, przynajmniej z punktu widzenia kontroli instytucjonalnej. Ocenę, czy dane wyjaśnienie jest wystarczające należy pozostawić rynkowi. Również i w tym przypadku pozostaje pole do działalności instytucji przetwarzających i upubliczniających tego rodzaju dane, tworzących rankingi corporate governance oraz podejmujących podobne działania.

Ad. 6. Czy należy wprowadzić różne standardy dobrych praktyk dla spółek z różnych rynków oraz segmentów rynku?

Niewiązący charakter zbiorów zasad ładu korporacyjnego prowadzi – w zakresie obowiązywania tych zbiorów – do oddania decyzji o standardach dobrych praktyk w ręce inwestorów, których popyt na akcje i gotowość do premiowania/dyskontowania systemów corporate governance w spółkach w cenie akcji emitowanych przez te spółki pozostaje głównym, a zazwyczaj nawet jedynym mechanizmem motywującym i sankcjonującym. Katalog dobrych praktyk stanowi swoisty miernik, który może być przykładany do spółek, poprawiając przez to rynkową transparentę w dziedzinie corporate governance. Dokładnie temu samemu celowi służy tworzenie różnych rynków obrotu papierami wartościowymi oraz – w ramach danego rynku – różnych segmentów. Tutaj również – podobnie jak w przypadku dobrych praktyk – emitent sam wybiera, do którego rynku czy segmentu chce aspirować, ponosząc zwiększone nakłady w zamian za zwiększoną wiarygodność. Projektując nowy zbiór zasad ładu korporacyjnego można zastanowić się, czy przestrzeganie niektórych, albo określonej liczby zasad nie powinno zostać podniesione do rangi kryterium przynależności do określonego segmentu (np. Premium). Wymagałoby to poczynienia odpowiednich zmian w regulaminie Giełdy, który w tym zakresie odsyłałby do Zbioru zasad ładu korporacyjnego.

Ad. 7. Dla kogo tworzone są zasady dobrych praktyk? (zagraniczni, instytucjonalni, indywidualni)

Podczas konferencji poświęconej corporate governance, która odbyła się 19 października ubiegłego roku w Warszawie a także podczas warsztatów konsultacyjnych w grudniu 2006 ujawniły się pewne rozbieżności terminologiczne, choćby w nazewnictwie niezależnych członków rad nadzorczych. Abstrahując tutaj od konkretnych sporów o zasadność takiego czy innego terminu należy podkreślić, że redagując zapisy zbioru zasad ładu korporacyjnego należy możliwie dokładnie trzymać się terminologii przyjętej w międzynarodowych projektach kodeksów dobrych praktyk (OECD, ICGN), w

wiodących kodeksach krajowych (jak choćby brytyjski Combined Code) oraz w piśmiennictwie i praktyce międzynarodowej.

Polem do dyskusji nad trafnością niektórych określeń niech będą stosowne łamy prasy międzynarodowej oraz międzynarodowych periodyków fachowych, nie zaś tekst rodzimego zbioru zasad ładu korporacyjnego. Należy bowiem pamiętać o rosnącym umiędzynarodowieniu obrotu oraz o fakcie, że na GPW znaczącą rolę odgrywają inwestorzy zagraniczni. Choćby z tego względu należy dbać o „kompatybilność” terminologiczną, która odgrywa znaczącą rolę sygnalizacyjną już poprzez sam fakt formalnej zgodności.

Kodeksy dobrych praktyk są często tworzone właśnie głównie z myślą o zyskaniu zaufania zagranicznych inwestorów – dobitny jest przykład niemiecki, gdzie pierwotną wersją kodeksu była wersja angielskojęzyczna a dopiero na jej podstawie przygotowano niemieckie tłumaczenie. Tworzenie kodeksów dobrych praktyk w dużej mierze z myślą o inwestorach zagranicznych łączy się z następnym pytaniem, mianowicie o to:

Ad. 8. Jaka powinna być relacja do przepisów ustawowych, głównie KSH?

Materie zarządu i nadzoru oraz praw akcjonariuszy są uregulowane aktami ustawowymi (głównie KSH). Postanowienia zbioru dobrych praktyk wchodzi więc w obszar uregulowany „twardym prawem”. Jak zaznaczono powyżej (zob. punkt 1), polska regulacja jest stosunkowo mało szczegółowa a judykatura nieskora do twórczych uzupełnień. Unormowania Zbioru mają więc szansę przyczynić się do uzupełnienia i doprecyzowania regulacji władzy i nadzoru korporacyjnego oraz praw akcjonariuszy. Zważywszy na znaczny udział **zagranicznych inwestorów** w obrotach na Warszawskiej GPW zawarcie podstawowych informacji o polskim systemie corporate governance będzie miało dla istniejących i potencjalnych inwestorów zagranicznych pewien walor edukacyjny. W ostatnim czasie istotniejszy staje się jednak inny z międzynarodowych aspektów Zbioru – mianowicie objęcie nim **zagranicznych emitentów**, pozyskujących kapitał za pośrednictwem Warszawskiego Parkietu. Zgodnie z regułami kolizyj-

noprawnymi spółki te podlegają obcemu statutowi korporacyjnemu (*lex societatis*), często nieznanemu polskim inwestorom. Dzięki deklaracji zagranicznych emitentów co do zgodności z zapisami Zbioru (będącymi po części powtórzeniem polskich regulacji ustawowych) krajowi inwestorzy mogą uzyskać lepsze wyobrażenie o praktyce korporacyjnej tych emitentów.

Gdyby postulat rekapitulacji podstawowych przepisów polskiego kodeksu spółek handlowych w Zbiorze zasad ładu korporacyjnego miał nie spotkać się z pozytywnym przyjęciem, należałoby rozważyć uzupełnienie Zbioru o załącznik zawierający opis podstawowych regulacji polskiego prawa spółek akcyjnych i rynku kapitałowego, jak to ma miejsce chociażby w austriackim kodeksie corporate governance ze stycznia 2006 r.

Ad. 9. Czy zasadne jest tworzenie dwóch różnych kategorii postanowień o różnej mocy (rygor „zastosuj lub wyjaśnij” oraz zwykłe zalecenia)?

Wobec różnego charakteru i zakresu norm Zbioru rodzi się zasadnicze pytanie, czy nie należałoby rozważyć potrzeby jednoznacznego wyodrębnienia kilku kategorii postanowień Zbioru. Wyraźnie bowiem widać, że niektóre z nich wyrażają dosyć ogólne zasady, a pozytywna deklaracja ze strony spółki ma w gruncie rzeczy znikomą wartość informacyjną dla inwestorów. Inne z kolei stanowią dosyć szczegółowe zalecenia. Jest wreszcie grupa postanowień o charakterze delikatnych zachęt do rozważenia pewnych praktyk. Można by więc zaproponować podkreślenie strukturyzacji postanowień Zbioru według dwóch kryteriów, a mianowicie:

- wartości informacyjnej, jaką niesie ze sobą deklaracja przestrzegania danych postanowień (poziom szczegółowości)
- stopień oczekiwania rynku co do przestrzegania danych postanowień (poziom natężenia normatywnego)

Kategorie zasad	Poziom szczegółowości postanowień	Poziom natężenia normatywnego
Zasady-Standardy	Niski	Wysoki
Zasady-Reguły	Wysoki	Wysoki
Zasady-Zalecenia	Wysoki	Niski

Standardy (ZS) – zasadnicze postanowienia o dużym stopniu ogólności, wyznaczające pewne ramy postępowania uznane za standard współczesnej praktyki korporacyjnej,

Reguły (ZR) – postanowienia o szczegółowym charakterze, których przestrzeganie uznaje się za pożądane,

Zalecenia (ZZ) – postanowienia o szczegółowym charakterze, których przestrzeganie jest jedynie zalecane, a ich zastosowania nie uznaje za bezwzględnie pożądane¹; w konsekwencji **nie jest konieczne składanie deklaracji o ich przestrzeganiu.**

Wyodrębnienie poszczególnych kategorii zasad mogłoby zostać przeprowadzone na różne sposoby. W każdym razie konieczny byłby stosowny komentarz w Zbiorze.

III. Uwagi szczegółowe

Zakreślone powyżej uwagi ogólne wskazują na zasadność gruntowniejszego przyjrzenia się postanowieniom obecnego Projektu Zbioru i dokonania jego nowej redakcji. Poniżej przedstawiamy szczegółowe adnotacje dotyczące poszczególnych zapisów obecnej wersji projektu.

¹ W tym kontekście warto wskazać nie tylko na strukturę brytyjskiego Combined Code, lecz również na dokument wydany w kwietniu 2006 r. przez Giełdę Luksemburską („*Corporate Governance. The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange*”), w którym sformułowano dziesięć ogólnych zasad (*principles*) i po kilka szczegółowych rekomendacji do każdej z nich (*recommendation*). Bardzo przejrzystą metodę wybrano również w austriackim i niemieckim kodeksie corporate governance.

1. Rozbudowane oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego jako element sprawozdania zarządu z działalności spółki w roku obrotowym

Nie wydaje się, aby sens reformy Zbioru zasad miał sprowadzać się do potwierdzenia reguł postępowania, które dałyby się, w wielu przypadkach, wyprowadzić z obowiązujących przepisów prawa, albo do formułowania zasad, które stanowią oczywistość. Zbiór zasad powinien nie tylko precyzować i wypełniać luki szczątkowej i niezadowolającej regulacji Kodeksu spółek handlowych, lecz również przyczynić się do kształtowania coraz wyższych standardów praktyki korporacyjnej.

Dlatego też uważamy, że wśród zasad zawartych w Zbiorze powinno znaleźć się miejsce dla regulacji odpowiadającej swym sensem wymogom przewidzianym w art. 46a dyrektywy 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań niektórych rodzajów spółek (Czwarta Dyrektywa). Przepis, którego implementacja nastąpić powinna najpóźniej do dnia 5 września 2008 r., przewiduje obowiązek zamieszczenia przez spółki, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego jako odrębnej części sprawozdania z działalności emitenta.

Oświadczenie, o którym mowa w art. 46a Czwartej Dyrektywy powinno zawierać przynajmniej następujące informacje:

- 1) wskazanie kodeksu, który spółka stosuje obligatoryjnie albo dobrowolnie, bądź też zbioru praktyk wykraczającego poza wymogi ustanowione prawem,
- 2) wyjaśnienie dotyczące odstępstw od kodeksu oraz przyczyn takiej decyzji,
- 3) podstawową charakterystykę systemu kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem,
- 4) sposób przeprowadzania walnego zgromadzenia i zakres uprawnień przysługujących temu organowi oraz charakterystyka praw akcjonariuszy i sposobu ich wykonywania,

- 5) skład i sposób działania organu zarządzającego i nadzorującego oraz ich komitetów

Wiele kodeksów corporate governance przewiduje już obecnie praktykę przygotowywania przez spółki **raportów w sprawie ładu korporacyjnego**. Co do tego, że złożenie deklaracji przestrzegania zasad sformułowanych w kodeksie nie daje pełnego obrazu rzeczywistości korporacyjnej w spółce, nie trzeba chyba nikogo przekonywać (zob. rozważania zawarte w punkcie II.4 niniejszego dokumentu). Nawet dotychczasowa praktyka odbiegała od prostej zasady comply or explain, skoro deklaracje do poszczególnych zasad uzupełniane są standardowo dodatkowymi wyjaśnieniami, bez względu na to, czy spółka deklaruje przestrzeganie danej zasady.

Uważamy, że projektując nowoczesny Zbiór zasad ładu korporacyjnego nie należy biernie oczekiwać na wprowadzenie powyższych zasad do prawa polskiego przez samego ustawodawcę. Dlaczego GPW nie miałyby już teraz przedstawić liderom rynku takiej możliwości. Spółki, które, z jakichkolwiek powodów, nie chcą iść z duchem czasu, nie musiałyby tego czynić, zaniechanie takie miałyby jednak określoną wartość sygnalizacyjną.

Postulujemy zatem dodanie w Zbiorze następującego zapisu:

W sprawozdaniu zarządu z działalności spółki powinien być zamieszczony – jako odrębna część – raport w sprawie stosowania zasad ładu korporacyjnego, który powinien zawierać:

- 1) oświadczenie o stosowaniu zasad niniejszego Zbioru,
- 2) wyjaśnienie, których zasad spółka nie stosuje i z jakich przyczyn,
- 3) opis sposobu działania walnego zgromadzenia i jego zasadniczych uprawnień oraz praw akcjonariuszy i sposobu ich wykonywania
- 4) opis sposobu działania zarządu, rady nadzorczej oraz jej komitetów

2. Transmisja obrad walnego zgromadzenia i wykonywanie prawa głosu w elektronicznym systemie proxy voting (pkt I.6. Zbioru)

W przeddzień uchwalenia dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy w spółkach notowanych (Parlament Europejski przyjął kompromisowy tekst dyrektywy 29.01.2007 r.) bardzo ogólny i abstrakcyjny sposób odniesienia się w pkt I.6. Zbioru do zagadnień transmisji obrad walnego zgromadzenia oraz możliwości wykonywania prawa głosu za pośrednictwem środków elektronicznych sprawia wrażenie skrajnie zachowawczego podejścia do współczesnych wymogów rynku regulowanego. Warto zdawać sobie bowiem sprawę z faktu, że przy dotychczasowym tempie wprowadzania niezbędnych zmian modernizujących nasze ustawodawstwo, efekty prac nad Zbiorem mogą być śmiało uznane za swoisty wyraz ustosunkowania się środowisk związanych z polskim rynkiem kapitałowym do założeń odzwierciedlonych w projekcie dyrektywy.

Należałoby postawić sobie pytanie, czy transmisja oraz elektroniczny system proxy voting są zjawiskami pożądanymi? W przypadku pozytywnej odpowiedzi, a trudno byłoby doprawdy oczekiwać innej, całkowicie niezrozumiałym staje się wyraźne unikanie sformułowania w tym względzie klarownych zasad, co do stosowania których powinny wypowiedzieć przynajmniej wszystkie spółki WIG-20 oraz Segmentu PLUS, a być może również SiTech.

Brak wymogu złożenia przez emitentów jednoznacznego oświadczenia co do transmitowania obrad walnych zgromadzeń oraz udostępniania akcjonariuszom elektronicznego systemu proxy voting zdecydowanie obniża wartość informacyjną oświadczeń spółek i zaprzepaszcza szansę na wyraźniejsze rozróżnienie jakości praktyki korporacyjnej poszczególnych spółek.

Godzi się przy tym podkreślić, że trudno byłoby wyobrazić sobie **optymalne** funkcjonowanie systemu *proxy voting* bez zapewnienia transmisji obrad (możliwość bezpośredniej reakcji na przebieg obrad).

Dlatego też proponujemy przyjęcie w Zbiorze następującego zapisu:

Zarząd powinien zapewnić przeprowadzanie transmisji obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem sieci Internet lub innych adekwatnych środków przekazu na odległość oraz zarejestrowania przebiegu obrad i upublicznienia go na stronie internetowej.

Wykonywanie prawa głosu przez akcjonariuszy, ich przedstawicieli i pełnomocników nie powinno podlegać ograniczeniom innym niż wynikające z przepisów prawa.

Zarząd powinien zapewnić akcjonariuszom możliwość ustanowienia pełnomocnika w celu wykonywania prawa głosu zgodnie z instrukcjami udzielanymi przy wykorzystaniu środków przekazu na odległość (elektroniczny system *proxy voting*).

3. Strona internetowa w języku angielskim (pkt II.3. Zbioru)

Ponieważ jesteśmy przekonani, że deklaracje stosowania zasad zawartych w Zbiorze powinny umożliwić inwestorom dostrzeżenie niezaprzeczalnych różnic jakościowych praktyki korporacyjnej w poszczególnych spółkach, nie widzimy powodu, dla którego w pkt II.3. Zbioru miałyby być zawarta klauzula odraczająca dysponowanie Przez spółki stroną internetową w języku angielskim do 1 stycznia 2009 r.

Żadna spółka nie ma przecież obowiązku przestrzegania jakiegokolwiek zasady sformułowanej w Zbiorze. Skoro zaś wśród praktyków rynku kapitałowego zdaje się dominować przekonanie o braku zależności między przestrzeganiem zasad corporate governance a kursem akcji, to nieprzestrzegania zasady wyrażonej w pkt II.3. nie powinno wpłynąć negatywnie na standing spółki. A gdyby jednak miało się okazać, że spółki – z obawy przed negatywnymi reakcjami rynku – chcą przestrzegać zasad wyrażonych w Zbiorze, to osiągnięty zostanie cel, dla którego wydawane są zbiory dobrych praktyk: spółki same zdecydują się przestrzegać standardów.

Ponieważ Zbiór może być na bieżąco nowelizowany i nie istnieje tu niebezpieczeństwo bezwładności, jaka towarzyszy zwykłemu procesowi legislacyjnemu przy tworzeniu ustaw, nie wydaje się, aby wprowadzanie tego typu zapisów „na zapas” było celowe. Co najwyżej z czasem można podnieść rangę danego wymogu, na przykład z „zalecenia” na „standard” (zobacz uwagi w punkcie II.9) czy też nawet uczynić zeń przesłankę dopuszczenia do danego rynku czy segmentu rynku.

4. Klauzula corocznego „review”

Za co najmniej wskazane uważamy zamieszczenie w Regulaminie Giełdy (§ 29) klauzuli corocznego przeglądu i aktualizacji zasad, co narzuci pewną cykliczność dyskusji nad zapewnieniem zawsze najbardziej aktualnego i adekwatnego kształtu postanowień Zbioru.



Dr Mirosław Cejmer
Centrum C-Law.org



Dr Arkadiusz Radwan
Centrum C-Law.org

We wcześniejszych konsultacjach uczestniczyli również: Prof. Aleksander Chłopecki, Dr Krzysztof Oplustil i Mgr Michał Bobrzyński