



INSTYTUT ALLERHANDA

Kraków, 28.02.2015 r.

**Instytut Allerhanda**  
Plac Sikorskiego 2/7  
31-115 Kraków

**Dr Arkadiusz Radwan**  
**Prezes Zarządu**  
e-mail: radwan@allerhand.pl

IA/2015/02/01/ABR

**Szanowny Pan**  
**Paweł Tamborski**  
Prezes Zarządu  
Giełda Papierów Wartościowych  
w Warszawie.  
ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa

*Szanowny Panie Prezisie,*

w odpowiedzi na Pańskie pismo z dn. 22 grudnia 2014 r. z zaproszeniem do udziału w publicznych konsultacjach projektu nowego zbioru „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW”, niniejszym przedstawiam stanowisko Instytutu Allerhanda obejmujące uwagi do projektowanego dokumentu wraz z umotywowanymi propozycjami jego modyfikacji i uzupełnień.

Przedkładane stanowisko powstało w ramach działalności Sekcji Prawa Spółek i Rynku Kapitałowego Instytutu Allerhanda.

Głównym referentem stanowiska był Pan Ariel Mucha, członek SPSiRK IA.

*Z wyrazami szacunku,*  
*A. Radwan*

Załącznik:

Stanowisko IA: OCENA PROJEKTU NOWYCH „DOBRYCH PRAKTYK SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW”



INSTYTUT ALLERHANDA

**OCENA PROJEKTU NOWYCH  
„DOBRYCH PRAKTYK SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW”**

**Stanowisko Instytutu Allerhanda**

**przygotowane w ramach:**

**Sekcji Prawa Spółek i Rynku Kapitałowego IA  
Przewodniczący SPSiRK IA: Arkadiusz Radwan**

**Sekretarz SPSiRK IA: Tomasz Regucki**

**Główny Referent Stanowiska:**

**Ariel Mucha, członek SPSiRK IA**

Niniejsze opracowanie stanowi próbę oceny projektu nowego zbioru „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW” (dalej „DPSN” bądź „kodeks”) wraz z umotywowanymi propozycjami rewizji i uzupełnień projektu.

Opracowanie składa się z trzech części.

**Pierwsza część poświęcona zostanie skróconej analizie kodeksów dobrych praktyk jako specyficznej instytucji samoregulacyjnej w systemie corporate governance spółek publicznych.** Przedstawione w niej będą główne funkcje, jakie powinny spełniać tego rodzaju kodeksy oraz mechanizm ich stosowania, a mianowicie zasada „stosuj lub wyjaśnij” (*comply or explain*).

**W drugiej części zawarta została analiza każdego z rozdziałów projektu Dobrych Praktyk.** Analiza w pierwszej kolejności obejmuje komentarz do najważniejszych zmian wprowadzonych do nowej edycji kodeksu. Następnie zaprezentowano **wyniki porównania treści polskich Dobrych Praktyk z rozwiązaniami innych zbiorów standardów ładu korporacyjnego, tj. kodeksem niemieckim, austriackim i węgierskim.** Wybór wskazanych kodeksów opierał się głównie na zbliżonym charakterze krajowych systemów *corporate governance* oraz w przypadku dwóch ostatnich -

porównywalnych rozmiarach tamtejszych giełd. Należy zaznaczyć, że zestawienie poszczególnych postanowień rzeczonych zbiorów nie jest łatwym zadaniem. Wynika to z różnych założeń, jakimi kierowali się twórcy tych dokumentów. Niemiecki *Corporate Governance Code*<sup>1</sup> oraz austriacki *Code of Corporate Governance*<sup>2</sup> skupiają się głównie na przybliżeniu ogólnych elementów krajowego systemu ładu korporacyjnego. Z tego powodu zawierają one głównie powtórzenie lub omówienie przepisów prawnych mających zastosowanie do spółek publicznych. Z kolei węgierskie *Corporate Governance Recommendations*<sup>3</sup>, poza obszernym powtórzeniem przepisów bezwzględnie obowiązującego prawa w formie załącznika, obejmuje również szereg dodatkowych postanowień. Ze względu na potrzebę zapewnienia przejrzystości i spójności analizy „prawoporównawczej”, przedstawiona ona została w formie poniżej zamieszczonych tabel oraz z pominięciem przepisów ustawowych obowiązujących w poszczególnych krajach.

W ostatniej, **trzeciej części zaprezentowane zostaną w ujęciu tabelarycznym postulaty dokonania zmian w projekcie nowych Dobrych Praktyk.**

Dla lepszej orientacji w strukturze opracowania zamieszczamy **skrócony spis treści**:

I.	Kodeksy dobrych praktyk .....	3
1.	Istota kodeksu dobrych praktyk.....	3
2.	Mechanizm <i>comply or explain</i> .....	3
3.	Główne cechy funkcjonowania kodeksów <i>corporate governance</i> .....	4
4.	Funkcje spełniane przez kodeksy nadzoru korporacyjnego .....	4
II.	Ocena projektu nowych Dobrych Praktyk.....	6
1.	Potrzeba zmian .....	6
2.	Ocena kierunków zmian .....	7
3.	Ocena postanowień nowych Dobrych Praktyk.....	8
III.	Propozycje zmian .....	29

<sup>1</sup> Dokument w j. ang.: [http://www.ecgi.org/codes/documents/cg\\_code\\_germany\\_24jun2014\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_germany_24jun2014_en.pdf)

<sup>2</sup> Dokument w j. ang.: [http://www.ecgi.org/codes/documents/cg\\_code\\_austria\\_jul2012\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_austria_jul2012_en.pdf)

<sup>3</sup> Dokument w j. ang.: [http://www.ecgi.org/codes/documents/cg\\_recommendations\\_bsu\\_12nov2012\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_recommendations_bsu_12nov2012_en.pdf)

## I. Kodeksy dobrych praktyk

### 1. Istota kodeksu dobrych praktyk

Kodeksy ładu korporacyjnego jako instrument *corporate governance* stanowią przykład tzw. miękkiego prawa (*soft law*), tworzonego poza ramami władzy państwowej, którego egzekwowanie opiera się na dyscyplinującym i motywującym oddziaływaniem rynku kapitałowego. Ich celem jest upowszechnienie właściwych standardów, przy jednoczesnym dystansowaniu się od jakiegokolwiek formy władczego przymuszania do przestrzegania określonych zachowań, i pozostaniu przy oddziaływaniu opartym na presji rynkowej oraz autorytecie twórców kodeksów. Fenomenowi zbioru dobrych praktyk należy upatrywać głównie w tym, że są one bardziej nastawione na kooperację niż „sztywną” regulację rzeczywistości korporacyjnej. Pomimo formalnej dobrowolności stosowania się do reguł zawartych w poszczególnych postanowieniach kodeksów nadzoru korporacyjnego, zyskały one uznanie praktycznie w każdym kraju z rozwiniętym rynkiem finansowym<sup>4</sup>.

Podstawą dla uchwalenia obecnego polskiego zbioru dobrych praktyk stał się § 29 Regulaminu Giełdy w wersji nadanej mu przez uchwałę Nr 13/1171/2007 Rady Nadzorczej GPW z 4.7.2007 r.<sup>5</sup> Ustęp pierwszy tego przepisu zawiera upoważnienie dla Rady Giełdy, działającej na wniosek Zarządu, do uchwalenia zasad ładu korporacyjnego.

### 2. Mechanizm *comply or explain*

Jedno z założeń stojących za utworzeniem kodeksów nadzoru korporacyjnego stanowiła potrzeba odseparowania organów państwowych od procesu oceny stosowania ich postanowień. Takie zadanie przypisano uczestnikom rynku<sup>6</sup>, ustalając, że jedynym obowiązkiem spoczywającym na spółkach w związku z istnieniem kodeksu nadzoru korporacyjnego będzie przedstawienie oświadczenia o stosowaniu się do postanowień kodeksu albo wyjaśnienie przyczyn odstąpienia od przyjętych w nim standardów. Metoda ta od uchwalenia w 1992 r. *Cadbury Code*<sup>7</sup> znana jest pod nazwą „*comply or explain*”<sup>8</sup>.

Pierwszym zatem z etapów funkcjonowania omawianej zasady jest stwierdzenie faktu odstępstwa od standardów wyrażonych w obowiązującym spółkę kodeksie nadzoru korporacyjnego. Następnie sporządzany zostaje raport, zawierający przedstawienie naruszonych regulacji kodeksu oraz najistotniejszą część, a mianowicie wyjaśnienie przyczyn odstąpienia przez spółkę od przyjętych standardów. Ostatecznie raport udostępniany jest publicznie tak, aby każdy zainteresowany mógł się z nim zapoznać. We wskazany sposób kształtuje się formalny aspekt funkcjonowania zasady *comply or explain*. W sensie materialnym kluczowe znaczenie posiadają dwa elementy: (1) wyczerpujące i rzetelne wykonanie raportu oraz (2) aktywny rynek, którego uczestnicy są w stanie w odpowiedni sposób reagować na uchylanie się przez spółkę od stosowania dobrych praktyk lub niewykonywania obowiązku informowania o tym.

**Z istnieniem zasady *comply or explain* związana jest prawidłowość, zgodnie z którą okoliczność deklarowania przez większość spółek stosowania się do postanowień zbioru dobrych praktyk nie świadczy zazwyczaj o właściwym podejściu do realizacji tych postanowień. Jak pokazują wyniki badań sporządzonych na podstawie raportów spółek notowanych na londyńskiej giełdzie w ramach indeksu FTSE 350<sup>9</sup>, w latach 2005-2014 odsetek korporacji deklarujących pełne przestrzeganie zasad wzrósł z 28% do 61%. Zatem przystosowywanie się spółek do wysokich standardów ładu korporacyjnego jest procesem czasochłonnym i nie należy go sztucznie „przyspieszać” poprzez obniżanie standardów.**

Kluczowe z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania mechanizmu „stosuj lub wyjaśnij” jest to, czy przedsiębiorstwa, które zdecydowały się na odstępstwa od przyjętych standardów, wyjaśniły wobec rynku w sposób zadowalający powody swoich działań. W ten sposób wykorzystywanie mechanizmu *comply or explain* nie tylko przyczynia się do większej transparentności funkcjonowania spółek, ale również zmusza jednostki nimi kierujące do głębszego przemyślenia ich dotychczasowej działalności, gdyż tylko wówczas w razie złamania przepisów dobrych praktyk możliwe staje się przedstawienie dobrze zredagowanego raportu.

Dominujące znaczenie w ramach zasady *comply or explain* przypisuje się raportowi o stosowaniu się do zasad ładu korporacyjnego i zawartym w nim wyjaśnieniu działań niezgodnych z określonymi standardami. Choć może się to wydawać sprzeczne z intuicją (w szczególności intuicją prawniczą), do istoty kodeksów nadzoru korporacyjnego należy dopuszczenie dokonywania naruszeń ich postanowień, o ile mają one uzasadnienie w interesie spółki. Odmienne niż w przypadku przepisów bezwzględnie obowiązujących, intencją uchwalenia zbiorów dobrych praktyk było nieprzymuszanie podmiotów do działania w sposób przyjęty arbitralnie przez określonego regulatora<sup>10</sup>.

W badaniach uwzględniających jakościowe ujęcie oświadczeń spółek wskazuje się, że około 15% spółek w Wielkiej Brytanii w całości uchyla się od nałożonego na nie w przedmiocie ładu korporacyjnego obowiązku raportowania. W Niemczech

<sup>4</sup> N. Haskovec, *Codes of Corporate Governance*, Millstein Center for Corporate Governance and Performance 2012, s. 7.

<sup>5</sup> Wcześniej podstawę tę tworzył § 22a Regulaminu Giełdy.

<sup>6</sup> Por. A. Keay, *Comply or explain: in need of greater regulatory oversight?* – I Introduction, 10.10.2012 r. i dostępny na stronie: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2144132](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2144132).

<sup>7</sup> Obecny *The UK Corporate Governance Code* stwierdza w odrębnej jednostce redakcyjnej, poświęconej „*comply or explain*”, że metoda ta jest znakiem firmowym (*trademark*) brytyjskiego nadzoru korporacyjnego.

<sup>8</sup> Warto dodać, że w praktyce spotkać można się z podobnymi metodami, tak m.in. na początku obowiązywania niemieckiego kodeksu nadzoru korporacyjnego spółki wskazywały tylko przepisy, których nie stosowały („*comply or disclose*”).

<sup>9</sup> Raport: Grant Thornton, *A changing climate Fresh challenges ahead*, Corporate Governance Review 2014, s. 14; dostępny na stronie: [http://www.grant-thornton.co.uk/Global/Publication\\_pdf/Corporate-Governance-Review-2014.pdf](http://www.grant-thornton.co.uk/Global/Publication_pdf/Corporate-Governance-Review-2014.pdf)

<sup>10</sup> Zob. zalecenia Komisji Europejskiej z 12.04.2014 r., 2014/208/UE, L 109/44, pkt 7.

natomiast w okresie braku formalnego nakazu przedkładania stosownych wyjaśnień przez spółki, prawie 40% podmiotów nie podejmowało się tego zadania. Również sposób przygotowania samych oświadczeń pozostawiał co do zasady wiele do życzenia. Wskazuje się, że ledwie 40% ze złożonych oświadczeń można uznać za wykonane z odpowiednim poziomem staranności<sup>11</sup>. Często są one bowiem kopiowane rokrocznie i nie uwzględniają chociażby zmiany okoliczności, istotnie wpływających na treść uzasadnienia odstępstwa od dobrych praktyk. W praktyce wykorzystywane są również gotowe wzory raportów, utarte formuły<sup>12</sup>, które nie mają żadnej wartości informacyjnej dla uczestników rynku<sup>13</sup>. Ostatecznie, zgodnie ze stwierdzeniami menedżerów spółek, przygotowanie oświadczeń o wysokiej jakości byłoby samo w sobie zbyt kosztowne<sup>14</sup>.

### 3. Główne cechy funkcjonowania kodeksów *corporate governance*

#### a. dobrowolność stosowania zasad

Należy uznać, iż jest to najistotniejsza cecha przedmiotowych instytucji, decydująca o zakwalifikowaniu ich do kategorii „prawa miękkiego” (*soft law*). W przeciwieństwie do bezwzględnie obowiązującego prawa nie narzuca uczestnikom obrotu gospodarczego rozwiązań, przez co nie krępuje ich przedsiębiorczości i pozwala im działać zgodnie z ich oceną w najlepszym sposobie, wynikający ze specyfiki danego przedsiębiorstwa i jego otoczenia. Cecha ta również wskazuje, że należy wystrzegać się wszelkich form, które mogłyby wymusić na spółkach przyjęcie określonych standardów<sup>15</sup>.

Jednostki mogą zasadniczo różnić się między sobą w zależności od sytuacji i okoliczności, w jakich się znalazły. Korporacje już bez kodeksów dobrych praktyk funkcjonują w ramach rozlicznych aktów, postanowień (np. umów, statutów, regulaminów, kodeksów deontologicznych), które determinują ich podstawową strukturę, ale również pewną unikalność w odniesieniu do pozostałych jednostek. Już z tego punktu widzenia powstaną trudności w dostosowaniu niektórych szczegółowych postanowień kodeksów do wszystkich spółek<sup>16</sup>. Warto również zaznaczyć, że z racji wyższych standardów, jakie co do zasady przewidywały kodeksy, od tych zawartych w przepisach powszechnie obowiązujących, z założenia w niektórych spółkach nie można wprowadzić określonych standardów lub ich wdrożenie jest zbyt kosztowne w stosunku do odniesionych korzyści. Kodeksy co do zasady uwzględniają zróżnicowanie spółek akcyjnych (publicznych)<sup>17</sup>, co również wyraża się w zasadzie *comply or explain*.

#### b. neutralność

Zasady zawarte w kodeksach są wybierane tak, aby ich przestrzeganie niesło przynajmniej w dłuższej perspektywie wymierne korzyści dla ich adresatów. Niemniej nie wyklucza to sytuacji, w której dana spółka znajdzie bardziej optymalne rozwiązanie, co następnie wyjaśni zgodnie z zasadą *comply or explain*. W tym sensie **informacja o stosowaniu dobrych praktyk ma charakter neutralny, czyli zarówno oświadczenie o przestrzeganie zasad zawartych w kodeksach, jak i rzetelnie wyjaśnione odstępstwo od nich może mieć jednakową wartość dla inwestorów**, do których ostatecznie należy ocena spółki i podejmowanych przez nią decyzji.

#### c. ekskluzywność

Zbiory dobrych praktyk powinny ustanawiać standardy umiejscowione co najmniej o poziom wyżej od tych, które zostały określone w aktach powszechnie obowiązującego prawa. Z założenia zatem będą one dla niektórych podmiotów nieosiągalne. Nie oznacza to jeszcze, że w takich spółkach występują nieprawidłowości, gdyż ze względu na umiejscowienie na innym etapie rozwoju gospodarczego, w danej chwili bezpodstawnym może być wdrożenie danego standardu. Niemniej spółki powinny do pewnego stopnia dążyć do zrealizowania postanowień kodeksu nadzoru korporacyjnego i w ten sposób zapewniać sobie udział w „elitarnym klubie” podmiotów, którym udało się osiągnąć najwyższy poziom standardów *corporate governance*.

### 4. Funkcje spełniane przez kodeksy nadzoru korporacyjnego

<sup>11</sup> RiskMetrics Group for the EU, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 23.9.2009, s. 170, dostępne na stronie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecqforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecqforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

<sup>12</sup> Np. „w najlepszym interesie spółki”.

<sup>13</sup> Np. na gruncie polskim warto wskazać na oświadczenie w formie raportu bieżącego spółki Berling S.A. z dnia 10.5.2013 r., w którym spółka odstępując od zasad, tłumaczyła się lakonicznie wyłącznie kosztami (jakimi?) wprowadzenia w życie określonej zasady, bagatelizując przy tym m.in. fakt, czy określone działanie może w przyszłości przynieść korzyści dla spółki.

<sup>14</sup> R. Hooghiemstra, *What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code?*, Accounting and Business Research 1/2012, t. 42, s. 6-7.

<sup>15</sup> A. Opalski, odnosząc się krytycznie do pomysłu zmiany charakteru Dobrych Praktyk w 2007 r., stwierdził, że takie działanie stanowiłoby „upadek idei ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym.”; por. A. Opalski, *Nowe Dobre Praktyki w spółkach publicznych*, Przegląd Prawa Handlowego 2008/3/12-19, s. 15.

<sup>16</sup> Wątpliwości te powstały już na gruncie tworzenia *Cadbury Code* w 1992 r. w odniesieniu do mniejszych korporacji notowanych na londyńskiej giełdzie.

<sup>17</sup> Spółki mniejsze zazwyczaj wykazują obniżony odsetek wykonalności postanowień kodeksów, por. Raport: Grant Thornton, *Corporate Governance Review 2011*, s. 7; <http://www.grantthornton.ie/db/Attachments/Grant-Thornton-Corporate-Governance-Review-2011.pdf>

### **a. redukcja kosztów transakcyjnych**

Założenie, że kodeksy nadzoru korporacyjnego ustanawiają standardy, których realizacja leżałaby w interesie wszystkich zainteresowanych podmiotów, prowadziłoby do wniosku o ostatecznym dostosowaniu się jednostek do tego rodzaju zasad, jako optymalnej strategii, bez potrzeby przeprowadzania procesu spisania, uchwalania zbiorów dobrych praktyk, a następnie zobowiązania podmiotów do publikowania oświadczeń o ich przestrzeganiu. Praktyka pokazuje, że w dużej mierze powyższe przypuszczenie jest realizowane w ramach działania tzw. niewidzialnej ręki rynku. Niemniej w każdym przypadku ujawnienia się potrzeby skoordynowania działań wielu podmiotów pojawiają się koszty ustalenia motywów działania i wypracowania wspólnych rozwiązań. Jeżeli koszty każdorazowego negocjowania między stronami porozumienia są dostatecznie wysokie, opłacalne staje się wypracowanie generalnych standardów postępowania w danych okolicznościach. W ten sposób dochodzi do powstania m.in. przepisów prawa cywilnego, określających tzw. umowy nazwane, wzorców umownych, czy „miękkich” regulacji kodeksów nadzoru korporacyjnego.

Standardy te nie są jednak zachowywane przez wszystkich uczestników życia gospodarczego, a zatem nie zawsze realizują interes każdej jednostki. W konsekwencji wprowadzane są mechanizmy korygujące zachowania, których celem stanowi ułatwienie współpracy. W przypadku kodeksów nadzoru korporacyjnego mają one jedynie wymiar informacyjny i nie stanowią żadnej formy przymusu bezpośredniego.

Z pewnością zatem zbiory dobrych praktyk stanowią formę ograniczenia kosztów społecznych związanych z ujednolicaniem różnorodnych zachowań jednostek i zmniejszaniem ich strategicznej niepewności. Otwarte są również na sytuacje, w których generalnie określona dyrektywa postępowania przestanie być optymalna z punktu widzenia realizacji interesów jednostek, co wyraża zasada *comply or explain*.

### **b. sygnalizacja**

Funkcja ta pozwala dostrzec podmioty, które nie respektują standardów *corporate governance*. Rażąco naruszanie podstawowych zasad przez spółkę z pewnością stwarza poważne zagrożenie dla inwestorów. Docierające informacje o niestosowaniu się do postanowień powinny powodować włączenie się „czerwonej lampki” i skłonić do przemyśleń, czy inwestycja w dane przedsiębiorstwo jest na pewno bezpieczna.

Istnienie kodeksów nadzorów korporacyjnego wzbogaca inwestorów nie tylko o wiedzę na temat standardów, których wykonywanie przez spółki jest wskazane, ale również stanowi punkt odniesienia dla oceny funkcjonowania danego przedsiębiorstwa i sposobu zarządzania nim. Informacje te mogą pomóc w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zwłaszcza, gdy ich gromadzenie zapewniają odpowiednie instytucje prowadzące „rankingi” nadzoru korporacyjnego<sup>18</sup>.

### **c. alternatywa dla powszechnie obowiązującego prawa**

Kodeksy nadzoru korporacyjnego mogą stanowić substytut powszechnie obowiązującego prawa w sytuacji, gdy ustanowienie formalnego aktu normatywnego jest kosztowne, zabiera zbyt dużo czasu albo jest zbędne dla osiągnięcia zamierzonych celów. Mówiąc inaczej, zbiory dobrych praktyk zaczynają się tam, gdzie prawo powszechne traci możliwości dalszego efektywnego wpływania na zachowania uczestników rynku. Czasem również wprowadzenie określonych postanowień do kodeksów będzie stanowiło etap przejściowy przed ich transpozycją do aktów normatywnych. Dzieje się tak, gdy instytucje te sprawdziły się w praktyce, ale nie są stosowane powszechnie przez podmioty gospodarcze, co wymaga ingerencji ustawodawcy<sup>19</sup>.

Dobre praktyki mogą również wpływać na rozumienie niektórych przepisów poprzez konkretyzację zwrotów niedookreślonych czy odsyłanie do konkretnych wartości, stanowiących klauzule generalne w przepisach prawnych, takich jak np. dobre obyczaje, czy też interes spółki.

### **d. edukacja**

Pierwsze zbiory dobrych praktyk bogate były w instytucje dotychczas nieznaną ustawodawcy, a i rzadko wykorzystywane w praktyce. W ten sposób wąska grupa specjalistów rynku kapitałowego była w stanie zaproponować rozwiązania, które w ich ocenie mogły wpłynąć pozytywnie na funkcjonowanie przedsiębiorstw. Instytucje te powielano w innych krajowych kodeksach nadzoru korporacyjnego, co prowadziło do rozpowszechniania się wiedzy na ich temat. W ten sposób spółki „uczyły się” nowych metod zarządzania i poprawiania systemów nadzoru korporacyjnego. Dla przykładu warto wskazać na instytucję członków niezależnych rady, wprowadzonej do polskiego modelu *corporate governance* wraz z pierwszym zbiorem dobrych praktyk z 2002 r.

### **e. promocja**

Wysoki poziom kodeksu nadzoru korporacyjnego i właściwa implementacja zasad w nim zawartych stwarza warunki prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego w danym kraju. Dzięki temu staje się on bardziej konkurencyjny, przyciągając inwestorów i emitentów. Również sama treść zbiorów dobrych praktyk, w tym informacje o modelu ładu korporacyjnego oraz regulacjach z zakresu prawa spółek, pomagają lepiej zrozumieć warunki, jakie stwarza się w określonym państwie dla prowadzenia działalności gospodarczej. Niektóre z kodeksów zawierają omówienie lub powtórzenie najważniejszych przepisów ustawowych w sposób zrozumiały dla zagranicznych inwestorów. Odpowiednie zredagowanie zbioru dobrych praktyk pozwala wypromować dany rynek kapitałowy na arenie międzynarodowej. W tym sensie kodeksy nadzoru korporacyjnego mogą pełnić funkcję „wizytówki” *corporate governance* oraz gwarantować bezpieczeństwo i przestrzeganie wysokich standardów przez aktorów korporacyjnych i innych uczestników rynku kapitałowego.

<sup>18</sup> Zob. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 78.

<sup>19</sup> Przykład komitetu audytu w radzie nadzorczej.

## II. Ocena projektu nowych Dobrych Praktyk

### 1. Potrzeba zmian

Już w trakcie forsowania zmian Dobrych Praktyk z 2002 r. wysuwano wnioski o gruntowną modyfikację nie tylko treści zawartych w tym dokumencie, ale również aksjologii i podejścia do jego tworzenia<sup>20</sup>. Zwracano uwagę przede wszystkim na brak szczególnego wyróżniania zasady przejrzystości stosunków w ramach spółki publicznej, błędne, gdyż oderwane od polskich realiów, podejście do problematyki członków niezależnych rady nadzorczej, możliwość blokowania przez wskazanych członków rady niektórych działań zarządu oraz zwięzłą regulację kwestii komitetów rady<sup>21</sup>.

W wyniku zakończenia funkcjonowania Komitetu Forum *Corporate Governance*, który do 2005 r. opracowywał zbiory dobrych praktyk w Polsce, całkowita inicjatywa w tym zakresie została przejęta przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Niedługo później, bo w 2006 roku, ówczesny zarząd GPW S.A. wystosował do podmiotów biorących udział w konsultacjach pismo, zawierające założenia nowych Dobrych Praktyk<sup>22</sup>. Proponowane zmiany można było uznać za rewolucyjne, nie tylko na gruncie krajowym, ale również z perspektywy światowych trendów w tym zakresie. Zasadom zamierzano nadać charakter pragmatyczny, tzn., że założono stworzenie standardów nieobciążających nadmiernie spółek, które przy tym nie czerpałyby odpowiednich korzyści z ich implementacji. Podstawowy cel dobrych praktyk stanowiło obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału przez spółki. Realizacji wymienionych założeń służyło zerwanie ze zbędną – zdaniem projektodawców – aksjologią dotychczasowych dobrych praktyk, ich odformalizowanie i uproszczenie, poprzez usunięcie zwrotów wywodzących się z języka prawniczego, w tym treści zasad, które obowiązują w systemie prawnym jako przepisy aktów normatywnych, oraz wprowadzenie sformułowań, które z łatwością pozwolą weryfikować stosowanie się spółek do przyjętych zasad.

Kolejne założenie dotyczyło pozbawienia polskiego kodeksu elementów, które funkcjonują w obrocie prawnym jako przepisy aktów normatywnych. Zbiory dobrych praktyk poza wpływaniem na normy obowiązujące w spółkach powinny również dostarczać inwestorom, zwłaszcza tym zagranicznym, kompletnej informacji o standardach istniejących w modelu nadzoru korporacyjnego w danym kraju. Wskazany postulat znakomicie realizuje kodeks niemiecki, który na wstępie przedstawia warunki prawne funkcjonowania tamtejszych spółek. Zarząd Giełdy nie dostrzegł potrzeby wprowadzenia podobnego rozwiązania w Polsce, co również należy ocenić jako wątpliwe, zwłaszcza ze względu na okoliczność, że jednym z założeń stworzenia nowych Dobrych Praktyk było otwarcie się na zagranicznych inwestorów.

Pewne kontrowersje wzbudzał również sam proces tworzenia Dobrych Praktyk z 2007 r. W przeciwieństwie bowiem do prac nad poprzednimi wersjami kodeksów, nie powołano specjalnego komitetu, składającego się z autorytetów i specjalistów związanych z rynkiem kapitałowym, a sam

<sup>20</sup> M. Grelowski, M. Romanowski, A. Opalski, Propozycje zmian „Dobrych praktyk w spółkach publicznych 2005” [w:] A. Opalski, Rada nadzorcza w spółce akcyjnej, Warszawa 2006, s. 533.

<sup>21</sup> A. Opalski, *op.cit.*, s. 12,

<sup>22</sup> Pismo Prezesa Zarządu GPW S.A. z 14 listopada 2006 r., [pow. za:] A. Opalski – *ibidem* s. 13.

proces tworzenia nie był sygnowany nazwiskami twórców<sup>23</sup>. Zaprzeczono w ten sposób podstawowej zasadzie kodeksów *corporate governance*, a mianowicie traktowaniu ich jako rezultatu szerokiego konsensu zainteresowanych środowisk a także odstąpiono od walorów, które wywodzić można poparcia z autorytetu twórców kodeksu..

Ostatecznie do uchwalenia<sup>24</sup> przez Radę Giełdy Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW doszło w dniu 4 lipca 2007 r. Regulacje zaś weszły w życie w dniu 1 stycznia 2008 r. Dokument składał się z Preambuły i czterech rozdziałów zatytułowanych kolejno: Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych, Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych, Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych, Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy. Rezultatem prac okazał się zbiór obarzony pewnymi mankamentami, w tym również w kluczowych obszarach właściwych dla tego rodzaju dokumentów. Rozpoczęcie prac nad nowym kodeksem już od pewnego czasu można było uznać za pożądane, o czym również świadczą rewizje Dobrych Praktyk z 2010 i 2012 r.

## 2. Ocena kierunków zmian

Autorzy nowych Dobrych Praktyk wybrali opcję kontynuacji, opierając się w dużej mierze na założeniach i postanowieniach obecnego kodeksu. W znacznej mierze nowy kodeks porządkuje postanowienia, które obowiązują obecnie w ramach edycji z 2007 r., co wpływa istotnie na jego przejrzystość i spójność. Z drugiej strony kilka rozwiązań powiela błędy aktualnego kodeksu. Większość z nich zostanie omówiona poniżej, a w tym miejscu wypada jedynie wspomnieć o kwestii samego trybu sporządzania nowego dokumentu. Zadanie to zostało w całości zrealizowane przez Giełdę, zaś do chwili obecnej brak oficjalnej informacji o ewentualnym powołaniu specjalnego komitetu lub nazwiskach osób, które pracowały nad treścią Dobrych Praktyk. Takie postępowanie należy ocenić negatywnie. Jednym z źródeł obowiązywania i faktycznego związania treścią standardów zawartych w kodeksach ładu korporacyjnego jest bowiem autorytet osób powołanych do ich sporządzenia. Brak takiego umocowania powoduje, że środowisko związane z warszawskim parkietem będzie miało więcej podstaw do kwestionowania zasadności poszczególnych zasad i arbitralności ich zamieszczenia w kodeksie.

Giełda ponownie zrezygnowała z wielu funkcji, które kodeksy spełniają w innych systemach ładu korporacyjnego, o czym była mowa powyżej. Twórcy rzadko starali się doprecyzować przepisy bezwzględnie obowiązującego prawa, która to uwaga tyczy się w szczególności interpretacji pewnych pojęć, np. interesu spółki. Ponadto ponownie nie zdecydowano się na przedstawienie głównych cech i przepisów prawnych właściwych dla polskiego systemu ładu korporacyjnego.

**Podejście zastosowane przez autorów projektu zasługuje jednak częściowo na aprobatę. Radykalna zmiana charakteru Dobrych Praktyk mogłaby bowiem znacząco obniżyć zaufanie rynku do treści zawartych tam zasad i podważyć przekonanie podmiotów związanych z warszawskim parkietem o zasadności wprowadzania rozwiązań przewidzianych w kolejnych edycjach zbiorów dobrych praktyk. Stąd ostatecznie należy**

<sup>23</sup> Zob. K. Oplustil, *op.cit.*, s. 333.

<sup>24</sup> Uchwała Nr 12/1170/2007 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.



**udzielić poparcia dla metody stopniowego wprowadzania zmian w polskim kodeksie ładu korporacyjnego.**

### **3. Ocena postanowień nowych Dobrych Praktyk**

#### **a. Preambuła nowych Dobrych Praktyk**

##### **(i) [wstęp]**

Chociaż części wstępne kodeksów nadzoru korporacyjnego nie zawierają postanowień oddziałujących na funkcjonowanie spółek giełdowych, to jednak obejmują główne motywy ich powstania, które pośrednio mają wpływ na interpretację szczegółowych zasad zawartych w dalszej treści dokumentów. W tym właśnie miejscu wyjaśniane zostają również zasady informowania rynku o nieprzestrzeganiu poszczególnych postanowień kodeksów. Stąd za niezbędne należy uznać omówienie wstępu do nowych Dobrych Praktyk.

##### **(ii) [zakres podmiotowy]**

We wstępie Dobrych Praktyk wskazano, że postanowienia tam zawarte są adresowane do emitentów akcji. Tymczasem zgodnie z Regulaminem Giełdy zasady ładu korporacyjnego powinny dotyczyć spółek akcyjnych będących emitentami akcji, obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa, dopuszczonych do obrotu giełdowego. W związku z tym w **projekcie kodeksu należy dokonać zmiany w postaci objęcia zakresem podmiotowym Dobrych Praktyk wszystkich podmiotów, których papiery wartościowe związane z prawami udziałowymi w spółce są notowane na giełdzie.**

##### **(iii) [reguły kolizyjne]**

Zarówno Regulamin Giełdy jak i Dobre Praktyki nie wyjaśniają kwestii kolizyjnych związanych z podleganiem przez spółkę wielu kodeksom ładu korporacyjnego. Uwaga ta odnosi się zarówno do rynku krajowego (jednoczesne podleganie Dobrym Praktykom spółek notowanych na NewConnect), jak i do spółek, których papiery wartościowe są notowane w różnych krajach (lub na różnych rynkach). Zgodnie ze stanowiskiem *European Corporate Governance Forum* zawartym w oświadczeniu z 24.03.2009 r. powinno się unikać sytuacji podlegania przez spółkę więcej niż jednemu zbiorowi zasad ładu korporacyjnego<sup>25</sup>. Nowe Dobre Praktyki nakazują wszystkim emitentom składanie raportu w zakresie stosowania się do zasad zawartych w tym dokumencie. Zatem emitent nie ma możliwości wyboru innego kodeksu ładu korporacyjnego. W konsekwencji **należałoby wprowadzić do Dobrych Praktyk (lub nawet – co być może byłoby jeszcze bardziej wskazane – zmienić treść Regulaminu Giełdy w tym zakresie) stosowne reguły na wypadek podlegania więcej niż jednemu zbiorowi dobrych praktyk.** Jednym z możliwych rozwiązań jest zwolnienie tego rodzaju spółek z powinności odnoszenia się do treści

<sup>25</sup> Statement of the European Corporate Governance Forum on Cross-border issues of Corporate Governance Codes; EUCGF Statement – 23 March 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-crossborder\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-crossborder_en.pdf)

Dobrych Praktyk, ale pod warunkiem złożenia oświadczenia o najistotniejszych przypadkach odstępstwa od polskich zasad ładu korporacyjnego<sup>26</sup>.

#### **(iv) [struktura]**

**(1)** Rozwiązanie polegające na wprowadzeniu nowego układu oznaczeń należy uznać za trafne. Zwiększa ono przejrzystość dokumentu i ułatwia spółce konstruowanie raportu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.

**(2)** Każdy rozdział nowych Dobrych Praktyk rozpoczyna się od przytoczenia ogólnej zasady, po której następują rekomendacje oraz szczegółowe zasady. Tego rodzaju kompozycja istnieje między innymi na gruncie *UK Corporate Governance Code*. Nowością w tym zakresie jest wprowadzenie ogólnych zasad, których nie ma w kodeksie z 2007 r. Z kolei rekomendacje nie mają stanowić odrębnego rozdziału, tak jak miało to miejsce dotychczas, lecz są elementem każdego z rozdziałów. Trzeba jednak zauważyć, że **w nowym kodeksie doszło do znaczącego wzrostu ilości rekomendacji z 11 do 22, co należy ocenić krytycznie zwłaszcza w perspektywie zmiany charakteru rekomendacji, o czym szerzej poniżej.**

**(3) Trudno również ustalić wszystkie kryteria zastosowane przez twórców projektu przy podziale poszczególnych postanowień na rekomendacje i zasady. Najczęstszym był stopień szczegółowości standardów zachowań, ale znaczenie miało również to, jak wysokie koszty poniesie spółka przy wdrażaniu danego standardu.** Kolejne wątpliwości w przedmiocie zamieszczenia określonych postanowień w ramach rekomendacji zostaną przedstawione w dalszej analizie.

**(4)** W odniesieniu do podziału na poszczególne rozdziały wskazać należy, że kodeks rozpoczyna się od polityki informacyjnej spółki, następnie odnosi się do praktyk organów spółki, przy połączeniu problematyki Zarządu i Rady, zaś na końcu wyróżnia kwestie istotne z punktu widzenia działalności spółki i jej relacji z innymi podmiotami oraz polityki wynagrodzeń. Tego rodzaju systematyka stanowi stosunkowo oryginalne podejście i odbiega od praktyk przyjętych w innych kodeksach, w szczególności w modelu niemieckim, austriackim czy węgierskim, których kompozycja z pewnymi rozbieżnościami<sup>27</sup> odpowiada następującemu układowi: organ właścicielski, zarząd, rada nadzorcza, transparentność i audyt.

#### **(v) [comply or explain]**

**(1)** Bardzo istotne zmiany zaszły również w zakresie stosowania najbardziej charakterystycznego elementu kodeksów nadzoru korporacyjnego, a mianowicie mechanizmu „stosuj lub wyjaśnij”. **Wprawdzie w odniesieniu do zasad nadal istnieje konieczność poinformowania rynku o naruszeniu określonych postanowień i przedstawienia przyczyn takiego stanu, to odejście od wykonywania rekomendacji wymaga wyłącznie poinformowania o tym w corocznym oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. To ostatnie rozwiązanie uznać należy za całkowicie niezrozumiałe, zwłaszcza, że część z tych**

<sup>26</sup> UK Listing Rules (LR 9.8.7), NYSE Listing Standards (303A (11)).

<sup>27</sup> W kodeksie niemieckim dodatkowo wyróżnia się problematykę relacji pomiędzy zarządem a radą, kodeks węgierski łącznie traktuje o zasadach obowiązujących zarząd i radę, a ponadto wyróżnia kwestie komitetów funkcjonujących w spółce.

**rekomendacji dotyczy bardzo istotnych elementów prawidłowego funkcjonowania ładu korporacyjnego w spółkach.** Wydaje się również, że w praktyce wiele spółek będzie jednak składać wyjaśnienie z powodów, dla których chociażby nie przedstawia walnemu zgromadzenia reguł, na jakich opiera się polityka wynagrodzeń (VI.R.6) albo członkowie zarządu podejmują działania prowadzące do powstania konfliktów interesu (V.R.1).

**(2) Szczególnie krytycznie należy odnieść się do wyodrębniania w ramach rekomendacji i szczegółowych zasad przesłanek, które przewidują wyjątki od zastosowania tych postanowień, a które to wyjątki dotyczą indywidualnych cech spółki, tj. rozmiaru spółki, struktury akcjonariatu, charakteru działalności. Taka konstrukcja przepisów dodatkowo ogranicza zastosowanie mechanizmu *comply or explain*, gdyż spółki mogą w sposób arbitralny interpretować znaczenie przesłanek wyłączających, a w konsekwencji zwalniać się z obowiązku informowania rynku o naruszeniu standardów ładu korporacyjnego.** Dodatkowo podważa to samą filozofię mechanizmu *comply or explain*, skoro zdejmuje ze spółek konieczność uzasadnienia odstępstwa.

#### (vi) [Porównanie z innymi kodeksami]

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
Informacje o systemie ładu korporacyjnego	Opis krajowego systemu ładu korporacyjnego, w tym omówienie kompetencji poszczególnych organów spółki.	Odwołanie do załącznika, w którym zostały omówione najważniejsze zasady austriackiego ładu korporacyjnego.	Omówienie węgierskiego ładu korporacyjnego w załączniku.	brak
Pojęcie interesu spółki	Istnienie spółki i jej zrównoważony rozwój w zgodzie z regułami społecznej gospodarki rynkowej.	Brak wyraźnej definicji, ale z ogółu postanowień wynika, że interes rozumiany jest jako zrównoważony rozwój spółki przy uwzględnieniu czynników społecznych.	brak	brak
Rodzaje postanowień kodeksu i skutki ich naruszenia	(1) Reguły ( <i>comply or explain</i> ), (2) rekomendacje (bez zgłaszania), (3) wyjaśnienia i (4) powtórzenie regulacji prawnych.	(1) Powtórzenie regulacji prawnych; (2) reguły ( <i>comply or explain</i> ); (3) rekomendacje (bez zgłaszania).	(1) Rekomendacje ( <i>comply or explain</i> ); (2) sugestie (tylko informacja o ich stosowaniu); (3) wyjaśnienia.	(1) Cele; (2) rekomendacje (informacja o niestosowaniu); (3) zasady ( <i>comply or explain</i> ).

Reguły kolizyjne	Brak (wszystkie spółki notowane na niemieckim rynku regulowanym).	Spółki notowane na austriackim rynku regulowanym; spółki posiadające siedzibę poza Austrią mogą stosować kodeks właściwy ze względu na miejsce siedziby, ale zamieszczają o tym informację na swojej stronie internetowej; spółki spoza EOG podlegają kodeksowi austriackiemu.	Spółki notowane na Węgrzech i tam posiadające siedzibę.	Brak (wszystkie spółki notowane na rynku regulowanym).
Częstotliwość rewizji kodeksu	1 rok	1 rok	brak	bez wskazania konkretnego okresu

## b. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami

Pierwszy rozdział odnosi się do problematyki polityki informacyjnej i komunikacji prowadzonej wobec inwestorów przez spółkę. W zakresie danych, jakie powinny być zamieszczone na stronie internetowej emitenta, projekt powtarza w znacznej mierze postanowienia kodeksu z 2007 r., które umiejscowione były w części praktyk realizowanych przez zarząd spółki giełdowej.

### (i) [Cel i rekomendacje]

**(1)** Już sam tytuł rozdziału wzbudza pewne wątpliwości, gdyż pojęcie polityki informacyjnej zawiera w sobie konieczność określenia odpowiednich mechanizmów komunikacji z osobami trzecimi. Stąd wystarczające byłoby zatytułowanie rozdziału „Polityka informacyjna spółki”. Warto również zauważyć, że **beneficjentami polityki informacyjnej spółki nie są wyłącznie inwestorzy. Już w ramach ogólnego celu tego rozdziału następuje wprowadzenie dodatkowej kategorii adresatów, nieujętych w tytule, a mianowicie analityków. Jednocześnie za właściwe uznać należy rozszerzenie, przynajmniej w zakresie ogólnego celu polityki informacyjnej, kręgu podmiotów mogących żądać uzyskania odpowiednich informacji od spółki, np. pracowników, wierzycieli, konsumentów, czy społeczności lokalnych. Takie rozwiązanie pozwala budować właściwe relacje z całym otoczeniem spółki.**

**(2)** Polityka informacyjna spółki powinna mieć charakter przejrzysty i skuteczny, a zgodnie z rekomendacją 1.R.1 inwestorzy mają mieć zapewniony łatwy i niedyskryminujący dostęp do wszelkich istotnych informacji dotyczących spółki. Podstawowym elementem prowadzącym do osiągnięcia wskazanego celu jest stworzenie w spółce reguł udostępniania informacji. W innym wypadku bowiem w stosunkowo prosty sposób będzie mogło dojść do zróżnicowania warunków, w oparciu o które poszczególni inwestorzy uzyskują informacje od spółki. Jednocześnie sporządzenie w formie odrębnego dokumentu zasad polityki informacyjnej spółki usprawni proces ujawniania i

prostowania informacji, o których mowa w rekomendacji I.R.2. Twórcy kodeksu nie zdecydowali się również na wprowadzenie rekomendacji dotyczącej stworzenia w spółce odrębnej struktury, zajmującej się relacjami inwestorskimi. Takie rozwiązanie zostało przewidziane m.in. w kodeksie węgierskim<sup>28</sup>. Taką rolę ma pełnić jednak osoba ustanowiona w spółce do komunikacji z inwestorami (I.Z.1.24.).

**(3)** Podstawowym środkiem polityki informacyjnej spółki jest jej strona internetowa. Niemniej spółka powinna korzystać również z innych narzędzi komunikacji, np. raportów okresowych, spotkań z inwestorami, biuletynów papierowych i elektronicznych (*newsletter*), czy serwisów społecznościowych.

**(4)** Zgodnie z treścią rekomendacji zawartych w rozdziale pierwszym, metodą przekazywania informacji jest również sporządzanie rocznych sprawozdań z działalności oraz odbywanie spotkań z inwestorami. W sprawozdaniach zamieszczane są między innymi informacje o działalności sponsoringowej w dziedzinach niezwiązanych z działalnością biznesową spółki (*core business*) – I.R.3. W obecnym zbiorze Dobrych Praktyk przedmiotowe informacje mogą być publikowane w sposób przyjęty przez spółkę, a zatem w sposób dowolny. Doprecyzowanie miejsca, w którym spółka przedstawia informacje dotyczące działalności charytatywnej, finansowania klubów sportowych i wysokości przeznaczanych na to środków, uznać należy za trafne. Mając na uwadze, że promocja działań związanych ze społeczną odpowiedzialnością biznesu (CSR) jest jednym z celów współczesnego ładu korporacyjnego, negatywnej oceny wymaga jednakże okoliczność pominięcia w tym zakresie chociażby strony internetowej spółki. Twórcy Dobrych Praktyk najwidoczniej uznali, że dane na temat rzeczonych działalności mają służyć wyłącznie inwestorom przy dokonywaniu oceny wydatków poczynionych na ten cel pod względem kryterium zasadności i opłacalności. Stąd ich opublikowanie na stronie internetowej byłoby niekorzystne dla spółki. Tymczasem realizowanie projektów CSR może mieć istotny wpływ na wzmocnienie reputacji spółki. Problem ten jest szczególnie istotny w Polsce, gdzie wiele przedsiębiorców nie jest świadoma doniosłości komunikacji działań CSR z otoczeniem<sup>29</sup>. Ponadto, skoro Dobre Praktyki uznają za elementarny środek komunikacji stronę internetową spółki, to stanowić będzie ona również pierwszorzędne i podstawowe źródło danych dla inwestorów. Wprowadzanie wszelkich wyjątków w tym zakresie może okazać się mylące dla inwestorów, a w konsekwencji niepożądane. Ostatecznie należy stwierdzić, że nie istnieją istotne powody uzasadniające pominięcie na stronie internetowej spółki informacji o prowadzonej działalności sponsoringowej.

**(5)** Nowym elementem dodanym do kodeksu jest stworzenie dla inwestorów jak najdogodniejszych warunków do uczestnictwa w spotkaniach organizowanych przez spółkę<sup>30</sup>. Wszelkie formy bezpośredniej komunikacji z inwestorami (walne zgromadzenie, *financial roadshows*, czaty inwestorskie itp.) wymagają uwzględnienia i złagodzenia ewentualnych niedogodności dla ich uczestników (np. okres świąteczny, czas przejazdu, dodatkowy nocleg i związane z tym koszty). Rekomendacja I.R.4 nie jest jednak bez wad. Po pierwsze, komunikacja spółki nie powinna

<sup>28</sup> 1.1.3. – kodeks węgierski; forma sugestii – trzeba tylko poinformować rynek o nieprzestrzeganiu tej zasady.

<sup>29</sup> Zob. raport Komunikacja działań CSR w Polsce z czerwca 2012 r., sporządzony przez Effective PR i Radio PIN, dostępny na stronie: <http://effectivepr.pl/Image/pdf/komunikacja-dzialan-CSR.pdf>.

<sup>30</sup> Por. w obecnym kodeksie – rekomendacja I. 3.

ograniczać się do inwestorów spółki, ale celowe jest objęcie nią innych podmiotów, tj. pracowników i wierzycieli spółki. Po drugie, niezwykle trudno wyjaśnić, z jakiego powodu sposób zwoływania spotkań z inwestorami ma charakter rekomendacji. W szczególności zaś zważywszy na okoliczność, że postanowienie to odnosi się do podjęcia określonych starań, a nie osiągnięcia określonego rezultatu. Prawidłowym rozwiązaniem byłoby ustalenie jako rekomendacji powinności organizowania spotkań z inwestorami, a jako zasady zapewnienia określonych warunków organizacji tych spotkań.

## (ii) [Zasady szczegółowe]

(1) Podstawowym mechanizmem ujawniania, jak i reagowania na ewentualne zapytania inwestorów jest strona internetowa spółki. Dotychczas w świetle postanowień kodeksu z 2007 r. pełniła ona wyłącznie rolę jednostronnego przekazu informacji pomiędzy inwestorami a spółką. W zaproponowanym brzmieniu nowego kodeksu pojawia się również zasada udostępnienia inwestorom narzędzi, które pozwalają im na kontakt ze spółką (I.Z.3.). W ten sposób mogą oni wpływać na treści przekazywane przez spółkę, która powinna zamieszczać na swojej stronie korporacyjnej odpowiedzi na najczęściej zadawane pytania w ramach tzw. „inwestorskiego FAQ” (I.Z.1.23).

(2) Kodeks kładzie silny nacisk na wyszczególnienie informacji, które powinny znajdować się na stronie internetowej spółki, a dokładnie w wyodrębnionym miejscu tej strony (odpowiednia „zakładka relacje inwestorskie”). Praktycznie 27 z 71 zasad kodeksu (38%) poświęconych zostało temu zagadnieniu<sup>31</sup>. Z uwagi na to, że zasady te w znacznej mierze powtarzają rozwiązania Dobrych Praktyk z 2007 r., analizie poddane zostaną tylko niektóre postanowienia. Na stronie korporacyjnej spółki zamieszczane są raporty bieżące i okresowe oraz prospekty emisyjne i memoranda informacyjne wraz z aneksami. Nowością w tym zakresie jest wprowadzenie konieczności uwzględniania wskazanych dokumentów, jeżeli spółka opublikowała je ciągu ostatnich 5 lat. Warto wskazać, że już w tym momencie wiele spółek zamieszcza raporty w uporządkowanych katalogach z okresów dłuższych niż 5 lat. Powstaje jednak **pytanie, z jakich powodów analogiczny dopełniacz czasowy nie został wprowadzony przy obowiązku zamieszczania rocznych oświadczeń o stosowaniu ładu korporacyjnego i bieżących naruszeniach ładu korporacyjnego (odpowiednio I.Z.1.6 oraz I.Z.1.7). Wypada w tym miejscu zaznaczyć, że wyłącznie ukazanie praktyki stosowania zasad kodeksowych w określonej perspektywie czasowej pozwala inwestorom na poznanie stosunku danej spółki do dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Warto również podkreślić, że taka reguła przewidziana została w kodeksie niemieckim<sup>32</sup>.**

(3) Kolejną zasadą, której sformułowanie może budzić **uzasadnione wątpliwości, jest zasada I.Z.1.12, zalecająca zamieszczanie na stronie internetowej spółki uzasadnień projektów uchwał walnego zgromadzenia, ale tylko takich, które dotyczą „spraw lub rozstrzygnięć nietypowych lub mogących budzić wątpliwości akcjonariuszy”.**

<sup>31</sup> Analogiczna sytuacja ma miejsce na gruncie obecnego kodeksu.

<sup>32</sup> Zob. 3.10.

**Rozwiązanie to jest niespójne z zasadą IV.Z.7, obligującą spółkę do podjęcia starań w zakresie uzasadniania projektów uchwał, poza tymi o charakterze porządkowych i formalnym oraz odnoszącymi się do „typowych spraw”.** Katalog uzasadnień z tej drugiej zasady jest szerszy. W konsekwencji **trudno znaleźć powody, dla których spółka powinna być zwolniona z upubliczniania wszystkich uzasadnień uchwał zwłaszcza, że po walnym zgromadzenia rzeczony dokumenty mogłyby zostać usunięte ze strony internetowej. Skoro dane uzasadnienie zostało sporządzone, to uzależnianie jego opublikowania od decyzji zarządu lub pracowników spółki w oparciu o nieostre przesłanki zawarte w Dobrych Praktykach niesie za sobą ryzyko pokrzywdzenia akcjonariuszy i uczynienia rzeczony zasady nieefektywną w praktyce.**

**(4) Najbardziej kontrowersyjną zmianą poczynioną w Dobrych Praktykach jest ograniczenie obowiązku zapewniania dostępności strony internetowej (a przynajmniej informacji, które zostały wskazane w kodeksie) w języku angielskim do spółek, których akcje są notowane w ramach indeksu WIG20 i MWIG40. Chociaż różnicowanie spółek nie jest obce kodeksom nadzoru korporacyjnego<sup>33</sup>, to jednak rozwiązanie przewidziane przez projektodawców w zasadzie I.Z.2 należy uznać za całkowicie błędne.** Po pierwsze, język angielski jest podstawowym językiem komunikacji na światowych rynkach finansowych. Trudno wyobrazić sobie rozwój polskiej giełdy i zachęcanie zagranicznych inwestorów, jeżeli barierą dla potencjalnych inwestycji będzie brak dostępu do elementarnych informacji w odpowiednim języku. Po drugie, konstrukcja tego postanowienia stoi w sprzeczności z ideą mechanizmu *comply or explain*. Zasadniczo bowiem to spółka powinna decydować w jakich sytuacjach istnieją podstawy do odstąpienia od standardów ładu korporacyjnego. Jeżeli spółka nie jest zainteresowana pozyskaniem zagranicznego kapitału lub też potencjalni inwestorzy posługują się innym językiem niż angielskim, to najlepszym rozwiązaniem w takiej sytuacji będzie zamieszczenie stosownego wyjaśnienia w raporcie zawierającym oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Funkcjonowanie zasady I.Z.2 w praktyce istotnie utrudni inwestorom ocenę prawidłowości decyzji spółki o nieprowadzeniu strony korporacyjnej w obcym języku, ponieważ spółki spoza wskazanych tam indeksów nie będą generalnie zobowiązane do wyjaśniania przyczyn odstąpienia od analizowanej zasady.

**(5) Na koniec należy bardziej wnikliwie przyjrzeć się zasygnalizowanej już problematyce umożliwienia inwestorom kontaktu ze spółką (I.Z.3). Dobre Praktyki tylko przykładowo wskazują, że mechanizmem, który taki kontakt zapewnia, jest funkcja „zadaj pytanie”, w domyśle zamieszczona na stronie internetowej. Potencjalnie może to być również czat z funkcją przekazu obrazu, czy adres e-mail do osoby odpowiedzialnej za komunikację z inwestorami (zasada I.Z.1.24). Istotne jest jednak to, aby zapytania formułowane przez inwestorów trafiały do osoby, która odpowie lub ewentualnie przekaże zapytanie do odpowiednich pracowników w celu sformułowania wyczerpującej odpowiedzi. Z pewnością natomiast **samo zamieszczenie na****

---

<sup>33</sup> Takie sytuacje mają miejsce chociażby na gruncie brytyjskiego *Corporate Governance Code*.

stronie internetowej formularza kontaktu ze spółką bez rzeczywistej obsługi tego formularza nie będzie stanowił wykonania omawianej tu zasady.

**(iii) [Porównanie z innymi regulacjami]**

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
Szczegółowe postanowienia dotyczące zawartości strony internetowej spółki	brak	tak; w formie odrębnego rozdziału (VI) oraz w innych przepisach kodeksu	tak (4.1.3); szczególnie środek komunikacji	tak (I.Z.1); szczególnie środek komunikacji
Stworzenie specjalnych struktur w przedsiębiorstwie ułatwiających komunikację z inwestorami	34	tak (VI.67); na stronie internetowej oraz poprzez specjalnie przydzielonego do tego pracownika (VI.72)	tak (2.10); zatrudnienie pracownika; tylko w ramach niewiążącej sugestii	W ograniczonym zakresie – ograniczenie do desygnowania osoby odpowiedzialnej za komunikację z inwestorami (I.Z.1.24) oraz zamieszczenie odpowiedniej funkcji na stronie internetowej (1.Z.3)
Obowiązek publikowania na stronie internetowej raportów okresowych		tak (VI.68); w tym w języku angielskim	tak (4.1.3.)	tak (I.Z.1.2.); wszystkie raporty z ostatnich 5 lat
Obowiązek publikowania na stronie internetowej raportów o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego	tak (3.10); wszystkie oświadczenie do 5 lat wstecz	tak (VI.61)	tak (4.1.13)	tak (I.Z.1.6 i 7)
Obowiązek organizowania spotkań z inwestorami		tak (VI.75); w formie rekomendacji	tak (2.10); tylko w ramach niewiążącej sugestii	brak
Obowiązek opublikowania tzw. kalendarza korporacyjnego zawierającego najważniejsze wydarzenia oraz daty publikacji raportów finansowych	tak (6.4)	tak (VI.74)	tak (4.1.5)	brak

<sup>34</sup> Pozioma linia oznacza, że kwestia ta wprawdzie nie została uregulowana jako dobra praktyka, ale może być elementem powszechnie obowiązującego prawa w danym kraju.



Informacja o systemie kontroli i zarządzania ryzykiem			tak (4.1.12)	brak
Informacja o komitetach rady nadzorczej		tak (V.34)	tak (3.1.6)	tak (I.Z.1.5)
Informacja o strukturze akcjonariatu		tak; obejmuje strukturę pod względem ilości akcji, pochodzenia akcjonariuszy, <i>cross holding</i> , informacje o umowach dotyczących głosowania na WZ oraz ograniczeniach dotyczących prawa głosu (VI.64)		tak (I.Z.1.8)
Udzielanie informacji również w języku angielskim			tak (4.1.16); tylko w ramach niewiążącej sugestii	tak (I.Z.2); tylko wobec największych spółek

### c. Zarząd i Rada Nadzorcza

Funkcjonowanie i wzajemne relacje zarządu i rady nadzorczej są podstawą ładu korporacyjnego. Z tego powodu kwestie te stanowią istotny i zazwyczaj najbardziej obszerny składnik kodeksów korporacyjnych. W nowych Dobrych Praktykach połączono przedmiotowe kwestie w jednym rozdziale, przy czym zdecydowana większość postanowień odnosi się do funkcjonowania rady nadzorczej.

#### (i) [Cele i rekomendacje]

**(1)** Ta część Dobrych Praktyk skupia się na określeniu zadań realizowanych przez zarząd i radę nadzorczą oraz warunków, jakie powinny zostać spełnione, aby zagwarantować właściwe funkcjonowanie spółki. Warto zwrócić uwagę na kilka kwestii. Zarówno członkowie zarządu jak i rady nadzorczej powinni działać w interesie spółki. Niestety twórcy kodeksu nie zdecydowali się na wprowadzenie definicji tego ostatniego pojęcia, budzącego wiele wątpliwości zarówno w dyskusjach akademickich oraz orzecznictwie sądowym, jak i w ramach bieżącej działalności funkcjonariuszy spółek. Mając na uwadze całokształt regulacji kodeksowych można dojść do wniosku, że poprzez interes spółki należy rozumieć interes wyłącznie ekonomicznych właścicieli (zasada prymatu akcjonariuszy), realizowany w długiej perspektywie. Świadczy o tym całkowite pominięcie innych interesariuszy, tj. pracowników, wierzycieli, konsumentów oraz społeczności lokalnych. Interpretacja ta jednak nie jest poparta żadnymi wyraźnymi wskazaniem zawartymi w samym kodeksie. Stąd w stosunkowo łatwy sposób można ją kwestionować. Rolą kodeksów ładu korporacyjnego jest m.in. doprecyzowywanie pojęć, które budzą duże wątpliwości w praktycznej działalności spółek. **Pominięcie przez twórców Dobrych Praktyk wyjaśnienia znaczenia interesu spółki trzeba zatem ocenić krytycznie<sup>35</sup>.**

<sup>35</sup> Pojęcie interesu spółki występowały w kodeksie dobrych praktyk z 2005 r. w ramach zasady nr 33.

**(2) Kodeks nie precyzuje również zasad odpowiedzialności członków organów kierowniczych spółki. Z racji tego, że przepisy kodeksu spółek handlowych nie regulują wyczerpująco zagadnienia odpowiedzialności funkcjonariuszy spółki (art. 483 KSH), a doktryna i orzecznictwo są w tej mierze odległe od jednomyślności, rolą krajowego zbioru dobrych praktyk jest uzupełnienie i wyjaśnienie tej kwestii.** Za modelowe rozwiązanie w tym zakresie należy uznać koncepcję biznesowej oceny działań menedżerów (*business judgment rule*), opierającej się na ograniczeniu odpowiedzialności za skutki błędnych decyzji, o ile zostały one podjęte z należytą starannością. **Pożądanym jest w tym przedmiocie powrót do treści zasady nr 33, która znalazła się w kodeksie dobrych praktyk z 2005 r.**

Nowy kodeks mocno podkreśla konieczność zapewnienia niezależności członków rady nadzorczej, do tego stopnia, że rekomenduje, aby wszystkie osoby powoływane na wskazane stanowisko spełniały to kryterium (II.R.1). Przedstawione rozwiązanie uznać trzeba za oderwane od rzeczywistości, zwłaszcza w ramach polskiego systemu nadzoru korporacyjnego, cechującego się skoncentrowanym akcjonariatem, a nawet nieprawidłowe jako przeciwstawne chociażby zasadzie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, którą w Kodeksie spółek handlowych realizuje specjalny tryb wyborów członków rady nadzorczej w głosowaniu oddzielnymi grupami (art. 385 § 3 i nast. KSH).

**(3)** Poza powyższym należy bardzo pozytywnie ocenić wprowadzenie wielu nowych rekomendacji, które służą zapobieganiu rozmywaniu odpowiedzialności funkcjonariuszy spółki poprzez jasny podział wykonywanych przez nich zadań, ograniczenie możliwości pełnienia funkcji członków organów w wielu spółkach, czy zagwarantowanie radzie nadzorczej odpowiednich środków finansowych w celu pozyskania zewnętrznych opinii i analiz niezbędnych dla prawidłowego wykonywania nadzoru.

## **(ii) [Zasady szczegółowe]**

**(1)** W części szczegółowej drugiego rozdziału stosunkowo niewiele miejsca poświęcono problematyce funkcjonowania zarządu, a zawarte tam zasady stanowią doprecyzowanie kwestii uwzględnionych w rekomendacjach. Zgodnie z zasadą II.Z.2 członkowie zarządu powinni uzyskać zgodę rady nadzorczej na sprawowanie funkcji w zarządzie lub radzie nadzorczej spółki spoza grupy kapitałowej spółki macierzystej. Z prawnego punktu widzenia tego rodzaju zgoda nie będzie jednak stanowić warunku niezbędnego dla skuteczności powołania członka zarządu w innej spółce. Mimo to jednak brak jest przeszkód, aby tego rodzaju zasada została sformułowana w kodeksie i internalizowana przez spółkę jako dobra praktyka. Odstępstwa od tej zasady będą bowiem wymagać uzasadnienia i mogą mieć sygnalizacyjną wartość dla inwestorów.

**(2) W punkcie II.Z.3 przewidziano, że co najmniej dwóch członków rady powinno spełniać kryteria niezależności. Niestety, podobnie jak w obecnie obowiązującym kodeksie, przedmiotowe kryteria nie zostały przytoczone w treści Dobrych Praktyk. Zasada trzecia odsyła w tym zakresie do Załącznika II do Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej).**

Odsyłanie do innych dokumentów utrudnia interpretację postanowień kodeksu i zapoznanie się z poszczególnymi warunkami zawartymi w Zaleceniu Komisji. Niezrozumiałe jest również, z jakich względów twórcy kodeksu, nawet jeżeli nie zdecydowali się na sprecyzowanie profilu niezależnego dyrektora niewykonawczego, zaniechali wprowadzenia części Zaleceń Komisji w formie załącznika do Dobrych Praktyk. Należy bowiem zaznaczyć, że niespełnienie jakiegokolwiek postanowienia Zaleceń przez uważanego za niezależnego członka rady nadzorczej rodzi obowiązek zgłoszenia przez spółkę tego faktu w formie oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.

**(3) Zasada siódma w zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej odsyła z kolei do Załącznika I Zaleceń Komisji. Kolejny raz zatem powstaje problem z interpretacją, jaką moc wiążącą posiada przedmiotowy załącznik oraz w jakim zakresie powinien być stosowany.** Komitety funkcjonujące jako wyspecjalizowane gremia w ramach rady nadzorczej stanowią bardzo istotny element efektywniejszego sprawowania nadzoru w spółce. Tymczasem **obecna i nowa edycja zasad ładu korporacyjnego całkowicie pomija obowiązek ustanowienia jakiegokolwiek komitetu rady. Obecne brzmienie Dobrych Praktyk to wynik „nowelizacji” zbioru z dnia 19 maja 2010 r., na mocy której usunięto zasadę siódmą, przewidującą utworzenie w radzie nadzorczej komitetu audytu, najprawdopodobniej ze względu na potrzebę uniknięcia dublowania się regulacji kodeksowej z wynikającym z art. 86 ust. 7 BiegRewU<sup>36</sup> analogicznym obowiązkiem. Wydaje się jednak, że właściwszym zabiegiem byłaby zmiana zasady siódmej poprzez uszczegółowienie minimalnych wymogów ustawowych oraz wskazanie szerszego obszaru możliwych działań komitetu audytu.**

**(4)** Odesłanie do ww. Załącznika I, jak wynika to z literalnego brzmienia nowych Dobrych Praktyk, oznacza stosowanie go wyłącznie w zakresie zadań i funkcjonowania komitetów, o ile takie zostały już ustanowione w radzie, zaś jeżeli stosownych komitetów nie powołano, omawiana zasada pozostaje właściwie pusta<sup>37</sup>. Niewiele pomagają w tym względzie wyjaśnienia Giełdy<sup>38</sup> w przedmiocie analogicznego postanowienia kodeksu z 2007 r., która w reakcji na pytanie inwestorów: „...Jakie są prawne podstawy jego [tj. Zalecenia] stosowania?”, udzieliła odpowiedzi, że: „W krajowym porządku prawnym Państwa Członkowskiego zalecenia Komisji Europejskiej nie mają mocy obowiązującej, jednakże Zalecenie to obowiązuje spółki zgodnie z treścią zasad „Dobrych praktyk...”. Giełda podkreśliła zatem „miękki” charakter zarówno zaleceń, jak i Dobrych Praktyk, a odnosząc się do zagadnienia związania Zaleceniem odesłała do treści zasad ładu korporacyjnego. Temu wyjaśnieniu Giełdy trudno przypisać wartość informacyjną. Ostatecznie zatem należy stwierdzić, że spółka nie ma obowiązku tworzenia komitetów nominacji czy ds. wynagrodzeń, zaś Załącznik I będzie stosowany tylko do komitetu audytu, który na mocy BiegRewU powinien funkcjonować w spółkach publicznych. Takie rozwiązanie jest sprzeczne ze światowymi

<sup>36</sup> Ustawa z 7.5.2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz nadzorze publicznym (Dz.U. Nr 77, poz. 649 ze zm.).

<sup>37</sup> Por. A.S. Nartowski, Dobre praktyki spółek notowanych na GPW (2008). Podręcznik, PCG numer specjalny 2008, s. 71-72.

<sup>38</sup> Zaprezentowana na stronie internetowej: <http://www.corp-gov.gpw.pl/questions1.asp?kategoria=1>

tendencjami, zmierzającymi w stronę zwiększania ilości i roli komitetów rady. Ponadto samo Zalecenie Komisji Europejskiej stanowi o powinności utworzenia tych komitetów, gdy tymczasem Dobre Praktyki takiego wymagania nie formułują<sup>39</sup>. Będzie to również rodzić problemy dla inwestorów. Nie wiadomo bowiem, co należy rozumieć poprzez milczenie spółki w przedmiocie stosowania zasady nr II.Z.7. Oznaczać to może, że spółka nie posiada, poza komitetem audytu, żadnego innego komitetu, a zatem nie obowiązuje jej w tym zakresie Zalecenie Komisji Europejskiej. W analogicznej sytuacji będą się znajdować spółki, które posiadają wszystkie komitety i w pełni wywiązują się ze standardów zbioru ładu korporacyjnego. Nie ulega jednak wątpliwości, że dwie przedstawione sytuacje zostaną całkowicie odmiennie ocenione z perspektywy inwestorów. Nie do końca jasne jest również znaczenie zasady II.Z.10, która m.in. nakłada na członków rady obowiązek podejmowania działań zapewniających radzie dostęp do informacji dotyczących spółki. Warto zaznaczyć, że rada nadzorcza co do zasady wykonuje swoje obowiązki kolegialnie, a tylko wyjątkowo może delegować swoich członków do wykonania konkretnych czynności (art. 390 KSH). Stąd spełnienie zasady II.Z.10 przez członków rady może okazać się niemożliwe.

**(5)** Ostatecznie należy zwrócić uwagę na ostatnią z zasad zamieszczonych w omawianym rozdziale (II.Z.13). Kreuje ona powinność złożenia sprawozdania z prowadzonej polityki różnorodności, a w sytuacji braku realizowania takiej polityki – zamieszczenia stosownych wyjaśnień w sprawozdaniu z działalności spółki. Ten ostatni wymóg jest zbędny wobec obowiązku zawarcia takiego wyjaśnienia w oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, które co do zasady umieszczone zostanie również w sprawozdaniu z działalności spółki.

### (iii) [Porównanie z innymi regulacjami]

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
Odpowiedzialność funkcjonariuszy spółki	<i>Business Judgment Rule</i> (3.8)			brak
Relacje pomiędzy zarządema radą	Rada nadzorcza decyduje jakie informacje powinny być przekazywane jej przez zarząd (3.4). Co do zasady kontakty z zarządem zapewnia przewodniczący rady nadzorczej (5.2).	Obowiązek wzajemnej współpracy (III.10).	Organizowanie spotkań regularnych oraz dodatkowych wynikających z nadzwyczajnych zdarzeń (R.2.3.1).	Rada weryfikuje działania zarządu (II.Z.10).

<sup>39</sup> Por. K. Oplustil, *op.cit.*, s. 491-492.

Definicja niezależności członków rady nadzorczej	Definiuje rada nadzorcza (5.4.2).	Każde powiązanie o charakterze gospodarczym lub osobistym ze spółką lub kadłą kierowniczą spółki, które może powodować konflikt interesów i wpływać na decyzję członka rady nadzorczej. Szczegółowe kryteria ustanawia rada (V.53).	Brak istotnych relacji o charakterze biznesowym, rodzinnym i innych ze spółką, członkami zarządu lub głównymi akcjonariuszami, które mogą powodować konflikt interesów lub zagrażać podjęciu odpowiedniej decyzji. Szczegółowe kryteria ustanawia rada (2.5.1).	W zasadzie odsyła do Zaleceń Komisji.
Ilość członków niezależnych rady nadzorczej	Decyduje rada nadzorcza (5.4.2).	Większość członków rady niezależnych wobec spółki lub kadry zarządzającej. Inne wymagania ilościowe stawiane są dla członków niezależnych niezwiązanych z akcjonariuszami lub niebędących akcjonariuszami – co najmniej 1 ( <i>free float</i> > 20%) lub co najmniej 2 ( <i>free float</i> > 50%).	Wystarczająca dla zapewnienia niezależności w podejmowaniu decyzji (2.5.1).	2 (II.Z.3)
Ustanowienie komitetów rady	Ilość komitetów zależy od specyfiki przedsiębiorstwa i od ilości członków rady (5.3.1).	W regulaminie rady nadzorczej (V.34); Większość członków powinna być niezależna (V.39).	Brak obowiązku ustanowienia konkretnych komitetów; kodeks wskazuje jedynie sprawy, które powinny być przedmiotem obrad utworzonych komitetów – wynagrodzenia, nominacje, audyt wewnętrzny.	Odsyła do Zaleceń Komisji.
Komitet audytu	Monitoruje proces sprawozdawczości, system kontroli wewnętrznej i audytu wewnętrznego; przewodniczący komitetu posiada specjalistyczną wiedzę i jest niezależnym członkiem rady; przewodniczący rady nie może być przewodniczącym komitetu audytu (5.2).	Ocena spełniania obowiązków sprawozdawczych, monitorowanie systemu kontroli wewnętrznej; w skład komitetu wchodzi specjalista z zakresu finansów.	Analiza efektywności systemu kontroli wewnętrznej i audytu wewnętrznego (3.2.1)	Odsyła do Zaleceń Komisji.
Komitet nominacji	Składa się wyłącznie z przedstawicieli akcjonariuszy i rekomenduje kandydatów do rady nadzorczej.	Głównie zajmuje się składaniem propozycji powołania osób w przypadku odwołania członków zarządu lub rady nadzorczej (V.41 i 42).	Członkowie powoływani przez zgromadzenie wspólników; główne zadanie to analiza kandydatów na stanowiska w organach spółki; większość członków powinna być niezależna (3.3).	Odsyła do Zaleceń Komisji.
Komitet wynagrodzeń		Przewodniczący komitetu powinien być jednocześnie przewodniczącym	Członkowie powoływani przez zgromadzenie wspólników; projektowanie systemu	Odsyła do Zaleceń Komisji.

		rady; analiza umów zawieranych z kadrą kierowniczą i bieżąca ocena polityki wynagrodzeń (V.43)	wynagrodzeń i bieżąca kontrola nad jej wykonywaniem; przygotowują coroczny raport w sprawie systemu wynagrodzeń; powinien składać się w większości z członków niezależnych (3.4).	
Polityka różnorodności	tak (4.15 i 5.2.1)	Tylko w odniesieniu do rady nadzorczej (V.52).		tak (II.Z.13)
Inne	Uregulowanie wielokadencyjności członków zarządu (5.1.2); członek rady, który nie uczestniczył w więcej niż połowie posiedzeń rady powinien być wymieniony w raporcie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego (5.4.7).	Członek rady, który nie uczestniczył w więcej niż połowie posiedzeń rady powinien być wymieniony w raporcie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego (V.58).		

#### d. Systemy i funkcje wewnętrzne

Bieżąca kontrola procesów zachodzących w przedsiębiorstwie, ocena wykonywania planów gospodarczych oraz analiza ryzyka i zagrożeń dla działalności oraz istnienia spółki stanowią kluczowe elementy współczesnego ładu korporacyjnego. W polskiej praktyce funkcjonowania zbiorów ładu korporacyjnego już samo wyodrębnienie w Dobrych Praktykach oddzielnego rozdziału odnoszącego się do systemów kontroli i funkcji audytu wewnętrznego należy uznać za istotną zmianę w stosunku do śladowej regulacji tych kwestii w obecnym kodeksie. Niestety twórcy nowych Dobrych Praktyk nie zdecydowali się na wprowadzenie rozwiązań, które istotnie wpłynęłyby na praktykę polskiego nadzoru korporacyjnego, o czym szerzej poniżej.

#### (i) [Cele i rekomendacje]

Już samo brzmienie celu rozdziału i jedynej rekomendacji świadczy o zachowawczym podejściu twórców kodeksu do tej problematyki. Nie zdecydowali się oni na nałożenie obowiązku utworzenia we wszystkich spółkach giełdowych wyodrębnionej jednostki odpowiedzialnej za audyt wewnętrzny, uzależniając ostatecznie jej wprowadzenie od „wielkości spółki i rodzaju oraz skali prowadzonej działalności”. Ponownie należy podkreślić, że **taka konstrukcja postanowień kodeksu jest sprzeczna z mechanizmem *comply or explain*. Zadaniem Dobrych Praktyk powinno być wyznaczenie pewnego wysokiego standardu, natomiast rolą spółek jest podjęcie ostatecznej decyzji, czy ten standard przystaje do ich działalności. Skoro spółka ze względu na rozmiary nie potrzebuje wyodrębnienia w swojej strukturze audytu wewnętrznego, to powinna to wyjaśnić w raporcie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, co ostatecznie podlegać będzie ocenie przez inwestorów.** W praktyce zatem spółki, powołując się na przesłanki zwalniające je z obowiązku stworzenia systemu i funkcji

wewnętrznej kontroli, mogą uchylić się od składania wyjaśnień w tym przedmiocie. Trudno takie rozwiązanie uznać za prawidłowe z punktu widzenia interesu spółki i inwestorów.

## (ii) [Zasady szczegółowe]

**(1)** Analizę tej części nowego kodeksu rozpocząć należy od stwierdzenia, że jedynym obowiązkiem spółki, która nie wprowadziła audytu wewnętrznego, jest dokonywanie corocznie oceny potrzeby jego wprowadzenia i przekazywanie tej oceny radzie nadzorczej (III.Z.5). Z racji tego, że ewentualne wykonanie wskazanej zasady może nie mieć żadnej wartości informacyjnej dla inwestorów, należałoby rozważyć ustanowienie powinności opublikowania treści dokonanej oceny przynajmniej na stronie internetowej spółki lub w raporcie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.

**(2)** W Dobrych Praktykach określono także pewne podstawowe zasady funkcjonowania w spółkach systemu kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, w szczególności w zakresie istnienia kompetencji zarządu do organizowania takiego systemu oraz konieczności zapewnienia sprawnego i bezpośredniego przesyłania radzie nadzorczej informacji zgromadzonych przez audyt wewnętrzny. Przede wszystkim jednak trzeba zaznaczyć, że kodeks nie wprowadza żadnych wytycznych w kwestii utworzenia regulacji w obszarze kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, np. spisu procedur zarządzania ryzykiem lub regulaminu kontroli wewnętrznych, które zwiększyłyby efektywność SKW i przyczyniłyby się do wzrostu wiedzy o tej problematyce w spółkach.

**(3)** Godzi się również zauważyć, że **w kodeksie nie przewidziano żadnej formy informowania inwestorów o stanie systemu kontroli i zarządzania ryzykiem. Stąd za istotny należy uznać postulat uzupełnienia w tej części postanowień kodeksu, zwłaszcza, że § 90 ust. 5 InfBieżOkresR<sup>40</sup> nakłada obowiązek informacyjny na spółkę wyłącznie w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych.**

## (iii) [Porównanie z innymi regulacjami]

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
Przekazywanie informacji o systemie kontroli wewnętrznej akcjonariuszom	_____	_____	Informacja zawarta w raporcie o ładu korporacyjnym (2.8.1).	brak
Objaśnienie celów kontroli wewnętrznej	_____	_____	tak; bieżąca analiza realizacji celów ekonomicznych, rozpoznawania i zapobiegania ryzykom; wprowadzenie procedur raportowania; ocena zgodności działalności spółki z przepisami prawa oraz regulacjami wewnętrznymi	brak

<sup>40</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 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, Dz.U. 2009 nr 33 poz. 259.

			(2.8.3)	
Utworzenie odrębnej jednostki audytu wewnętrznego		Ustanowienie uzależnione od rozmiarów spółki (IV.18).	tak; bezpośredni kontakt z radą nadzorczą lub komitetem audytu (2.8.6)	tak (III.R.1), ale tylko jako rekomendacja
Zapewnienie skuteczności funkcjonowania wewnętrznego audytu			Zapewnienie dostępu do wszelkich materiałów oraz bezpośredni kontakt z radą nadzorczą lub komitetem audytu (2.8.7).	Podleganie wyłącznie zarządowi; bezpośredni kontakt z radą nadzorczą lub komitetem audytu (III.Z.2).
Przekazywanie informacji o audycie wewnętrznym akcjonariuszom			Coroczny raport ze wskazaniem informacji, jakie mają się w nim znaleźć (2.8.9).	brak

### e. Walne zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami

Kolejna grupa postanowień nowego kodeksu poświęcona została w przeważającej mierze kwestiom organizacji, podejmowania pewnych decyzji przez organ właścicielski spółki, a także udziałowi członków zarządu i rady nadzorczej w obradach tego organu. Trzeba jednak pamiętać, że uprawnieniom akcjonariuszy z perspektywy obowiązków informacyjnych został poświęcony I rozdział kodeksu i część z zawartych tam postanowień będzie miała również istotny wpływ na wykonywanie praw ekonomicznych właścicieli spółki.

#### (i) [Cele i rekomendacje]

**(1)** Głównym celem rozdziału IV jest aktywizacja akcjonariuszy i zwiększenie ich udziału w podejmowaniu decyzji na walnym zgromadzeniu. Z pewnością problem niewielkiej aktywności akcjonariuszy stanowi wyzwanie dla współczesnego ładu korporacyjnego i zasadne jest zwrócenie uwagi na to zagadnienie już w sformułowaniu ogólnego celu Dobrych Praktyk. Za drugi równie istotny element uznać z kolei należy poszanowanie praw i interesów poszczególnych grup akcjonariuszy.

**(2)** Twórcy kodeksu nie zdecydowali się na wprowadzenie do kodeksu, chociażby w ramach ogólnego celu, zasady „jedna akcja jeden głos” (*one share, one vote*), stosowanej w zagranicznych kodeksach *corporate governance*. Wprawdzie art. 351 § 2 zd. 2 KSH przewiduje, że uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu nie dotyczy spółki publicznej, jednakże w doktrynie i praktyce uznaje się możliwość zachowania uprzywilejowania ustanowionego przed upublicznieniem spółki, w odniesieniu do akcji, które nie zostały wprowadzone do publicznego obrotu (por. art. 352 zd. 2 KSH). Dlatego też jest celowe, aby w ramach kodeksu dobrych praktyk uwzględnić zagadnienie występowania u emitenta mechanizmu wzmocnienia kontroli jaki stanowi uprzywilejowanie głosowe. Zasada „jedna akcja jeden głos” uważana jest za istotny bodziec i



ważną informację dla inwestorów, jak również stanowi formę gwarancji, że wartość ich zaangażowania kapitałowego będzie odpowiadała możliwościom wpływu na funkcjonowanie spółki. Nawet jeżeli obecnie funkcjonowanie wskazanej zasady mogłoby wywołać wiele kontrowersji, nie należy z niej rezygnować, gdyż jej obowiązywanie pozwala na ukształtowanie świadomości środowiska giełdowego poprzez wyznaczanie nowych, ambitnych standardów.

**(3)** Przechodząc do rekomendacji omawianego rozdziału zauważyć można znaczącą zmianę w porównaniu z brzmieniem obecnego kodeksu, polegającą na przekształceniu zasady zapewnienia tzw. elektronicznego walnego zgromadzenia w rekomendację oraz ograniczeniu „bezwzględnego” charakteru tej zasady w przypadkach, gdy ze względu na strukturę akcjonariatu lub zgłaszane zapotrzebowanie akcjonariuszy organizowanie elektronicznego zgromadzenia byłoby niecelowe. **Jest to kolejne postanowienie, poprzez które twórcy kodeksu w istocie umożliwili spółkom odejście od określonego standardu bez konieczności zgłaszania tego rynkowi. Ponownie takie działanie należy ocenić negatywnie.**

## (ii) [Zasady szczegółowe]

Część szczegółowa czwartego rozdziału jest w znacznej mierze powtórzeniem obecnie obowiązujących zasad oraz sprecyzowaniem kwestii organizacji walnego zgromadzenia. Zasadniczo regulacja ta nie budzi większych wątpliwości. Za pożądane należałoby jednak uznać doprecyzowanie w DPSN przepisów KSH w zakresie możliwości oddania głosu drogą korespondencyjną (art. 411<sup>1</sup> KSH) oraz wykonywania prawa głosu przez pełnomocnika (art. 412-413 KSH). W tym pierwszym przypadku zaleca się zobowiązanie spółek do zawarcia w regulaminie walnego zgromadzenia stosownych postanowień przewidujących głosowanie korespondencyjne oraz zamieszczenie na stronie internetowej informacji o możliwości oddania w ten sposób głosu wraz z instrukcją i opisem działań, jakie spółka podejmuje w celu identyfikacji akcjonariuszy głosujących w ten sposób (art. 411<sup>1</sup> § 4 KSH). W przypadku zaś wykonywania głosu przez pełnomocnika spółka powinna zamieścić informacje na stronie internetowej wraz z instrukcją głosowania.

## (iii) [Porównanie z innymi regulacjami]

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
<i>One share one vote</i>	tak (2.1.1)	tak (II.1)	tak (1.1.2) - sugestia	brak
Transmisja walnego zgromadzenia drogą elektroniczną.	tak (2.3.3) - rekomendacja	tak, ale jedynie wtedy, jeżeli nie jest to związane z wysokimi kosztami (VI.75) – rekomendacja	—————	tak (IV.R.1); rekomendacja

Głosowanie	Spółka powinna ułatwiać oddanie głosu, w tym poprzez pełnomocnika (2.3.2).			Regulamin i sposób przeprowadzenia WZ nie powinny utrudniać oddania głosu (IV.Z.5.).
Inne	Zgromadzenie nie powinno trwać dłużej niż 4-6 godzin (2.2.4) – rekomendacja.			

## f. Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązanymi

Kolejny istotny obszar funkcjonowania spółki doczekał się odrębnego uregulowania w Dobrych Praktykach. Unikanie sytuacji prowadzących do powstania konfliktów interesów oraz zapobieganie transakcjom z funkcjonariuszami spółki (piastunami organów) lub podmiotami powiązanymi służy głównie ochronie interesów akcjonariuszy, którzy mogliby zostać pokrzywdzeni na skutek zawierania porozumień negatywnie wpływających na sytuację ekonomiczną spółki.

### (i) [Cele i rekomendacje oraz zasady szczegółowe]

**(1)** Zasadniczo rozdział piąty stanowi uporządkowanie przepisów rozproszonych w obecnym kodeksie. Dodatkowo tworzy on ramy instytucjonalne dla funkcjonowania w spółce zasad postępowania w razie wystąpienia konfliktu interesów lub transakcji z podmiotami powiązanymi. W tym celu spółka powinna wypracować odpowiednie procedury pozwalające na ujawnienie konfliktu i podjęcie w tym przedmiocie decyzji przez odpowiednie organy. Obowiązki z tym związane ciążą na wszystkich organach spółki i ich członkach.

**(2)** Za nieprawidłowe uznać należy odwołanie się w zakresie definicji podmiotu powiązanego do rozporządzenia Ministra Finansów wydawanego na podstawie art. 60 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>41</sup>, czyli obecnie obowiązującego Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim z dnia 19 lutego 2009 r.<sup>42</sup> (§ 2 pkt 30). **Uznając definicję podmiotu powiązanego za adekwatną, twórcy kodeksu powinni co najmniej przepisać ją do Dobrych Praktyk. Zabieg taki ułatwiłby i usprawniłby zapoznawanie się z treścią kodeksu, w szczególności inwestorom zagranicznym.**

**(3)** Właściwym wydaje się również wprowadzenie jako pierwszej zasady szczegółowej zobowiązania członków zarządu i rady do zachowania lojalności wobec spółki, co może zostać zrealizowane poprzez powrót do zasady nr 35 Dobrych Praktyk z 2005 r. Świadomość tego obowiązku wśród funkcjonariuszy spółki jest niezbędnym warunkiem

<sup>41</sup> Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539, ze zm.

<sup>42</sup> Tj. z dnia 27 czerwca 2013 r., Dz.U. z 2014 r. poz. 133.

sprawowania należytego zarządu i nadzoru w spółce. Dodatkowo treść wymienionej zasady może stanowić punkt odniesienia dla sądów w razie konieczności zinterpretowania pojęcia lojalnego zachowania.

## (ii) [Porównanie z innymi regulacjami]

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
Obowiązek informowania na wypadek wystąpienia konfliktu interesów	Członek zarządu i rady powinien poinformować radę nadzorczą i pozostałych członków zarządu o powstaniu konfliktu interesów. (4.3.3).	Członek rady nadzorczej powinien niezwłocznie poinformować o wystąpieniu takiej sytuacji (V.46).		Członek zarządu i rady powinien poinformować radę nadzorczą i pozostałych członków zarządu o powstaniu konfliktu interesów (V.Z.2).
Zgoda rady nadzorczej lub zarządu	Ważne transakcje pomiędzy członkiem zarządu a spółką wymagają zgody rady nadzorczej (4.3.4)	Wymagana zgoda zarządu w sytuacji zamiaru podjęcia zatrudnienia w ramach wyższego kierownictwa w spółce spoza grupy kapitałowej (IV.26).	Wymagana zgoda rady nadzorczej w sytuacji transakcji pomiędzy funkcjonariuszami spółki (lub osobami z nimi związanymi) a spółką, które wykraczają poza kategorie zwyczajnych transakcji przeprowadzanych przez spółkę (2.6.2).	Zawarcie istotnej umowy z podmiotami powiązanymi (V.Z.5.).
Informowanie o zatrudnieniu w innej spółce	Członkowie zarządu mogą prowadzić dodatkową działalność, w szczególności zasiadać w radzie nadzorczej innej spółki, wyłącznie za aprobatą rady nadzorczej (4.3.5).		W przypadku oferty zatrudnienia w spółce spoza grupy kapitałowej aktualizuje się obowiązek poinformowania rady nadzorczej (2.6.3).	brak
Szczególne ograniczenia wykonywania obowiązków w innych spółkach		Członek zarządu danej spółki nie może sprawować funkcji członka rady nadzorczej w więcej niż 4 spółkach spoza grupy kapitałowej danej spółki (IV.26); członek rady nadzorczej nie może być funkcjonariuszem innej konkurencyjnej spółki (V.45); członek rady nadzorczej może sprawować tę funkcję co najwyżej w 4 spółkach publicznych (nienależących do grupy kapitałowej), a funkcja przewodniczącego rady liczy się podwójnie (V.57).		

## **g. Wynagrodzenia**

Kryzys finansowy wzmocnił inicjatywy ustawodawcze skierowane na uregulowanie problemu wynagrodzeń funkcjonariuszy spółek. Szczególna uwaga została zwrócona na zwiększenie jawności rodzajów i wysokości przyznawanych wynagrodzeń wobec akcjonariuszy spółki oraz powiązanie wynagrodzeń z długoterminowymi rezultatami działalności spółki. Tendencje te wywarły również wpływ na treść polskich Dobrych Praktyk, które w podstawowym zakresie powielają rozwiązania przyjmowane w innych systemach prawa spółek.

### **(i) [Cele i rekomendacje oraz zasady szczegółowe]**

**(1)** Dotychczas problematyka opracowania przez spółkę polityki wynagrodzeń oraz podstaw jej ustalania, regulowana była w formie odesłania do zaleceń Komisji Europejskiej z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie (2004/913/WE), uzupełnionych o zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 30 kwietnia 2009 r. (2009/385/WE). Z zadowoleniem należy przyjąć odejście twórców nowego kodeksu od praktyki odsyłania do innych dokumentów.

**(2) Cel i rekomendacje w znacznej mierze wyznaczają ogólne ramy funkcjonowania polityki wynagrodzeń w spółce. Trzeba jednak zaznaczyć, że kodeks nie nakłada obowiązku posiadania takiej polityki. Ponadto nieznane są przyczyny zamieszczenia w rekomendacjach obowiązku ustanowienia komitetu do spraw wynagrodzeń oraz przedstawiania walnemu zgromadzeniu polityki wynagrodzeń. Wskazane instytucje służą odpowiednio bieżącej kontroli systemu wynagrodzeń oraz informowaniu akcjonariuszy. Z uwagi na to, że są to istotne kwestie dla zapewnienia prawidłowego systemu wynagrodzeń w spółce, należałoby przenieść przedmiotowe rekomendacje do zasad szczegółowych, zmuszając w ten sposób spółki do wyjaśniania powodów niestosowania się do ich treści.**

**(3)** Zgodnie z VI.Z.3. wynagrodzenie członków rady nadzorczej nie powinno uwzględniać opcji i innych instrumentów pochodnych oraz nie powinno być uzależnione od wyników spółki. Omawiany zapis stanowi implementację, acz niepełną, rekomendacji 4.4. zalecenia KE 2009/385/WE, zgodnie z którą „[a]kcje nie powinny stanowić formy wynagrodzenia dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami organu nadzorczego”. Porównanie brzmienia zasady VI.Z.3. z rekomendacją 4.4. ujawnia, że **projektowany kodeks za wąsko ujmuje ograniczenia w wynagrodzeniach dla członków rady nadzorczej – ograniczenie powinno rozciągać się na akcje przyznane w jakiegokolwiek formie, nie tylko opcje na akcje.** Tym samym projekowany punkt VI.Z.3. kodeksu (inaczej niż zalecenie KE 2009/385/WE) nie obejmuje przykładowo sytuacji, w której spółka nabywa akcje własne (*buy-back*) i przekazuje je członkom rady nadzorczej, gdyż w takim przypadku nie mamy do czynienia z opcją (przynajmniej co do zasady nie musimy mieć).

**(ii) [Porównanie z innymi regulacjami]**

KODEKS:	NIEMIECKI	AUSTRIACKI	WĘGIERSKI	POLSKI
Obowiązek ustanowienia polityki wynagrodzeń	tak (4.2); wytyczne w sprawie sposobu ustalenia wynagrodzenia i szczególnej roli rady nadzorczej w tym zakresie	Aktualne zasady przyznawania wynagrodzeń dla funkcjonariuszy spółki (IV.30).	Składa się z wytycznych i reguł dotyczących oceny osiągnięć i zasady wynagrodzenia funkcjonariuszy spółki; treść dokumentu ustalana jest przez zarząd po zaopiniowaniu przez radę nadzorczą, a następnie zatwierdzana przez zgromadzenie akcjonariuszy (2.7.1).	tak, ale w formie rekomendacji (VI.R.1)
Akceptacja przez akcjonariuszy opcji menadżerskich	—————	tak (IV.28)	Tylko w przypadku opcji niestanowiących zwykłej praktyki wymagane jest zatwierdzenie przez WZ (2.7.3).	brak
Informacja o wynagrodzeniach	Przewodniczący rady nadzorczej przekazuje akcjonariuszom informację o systemie wynagrodzeń i każdej zmianie w tym systemie (4.2.3). Ponadto przygotowany jest raport na temat wynagrodzenia każdego z członków (4.2.4).	Szczegółowa informacja o zasadach wynagrodzenia i warunkach wynagrodzenia każdego z członków zarządu zawarta w raporcie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego (IV.30 i 31).	Szczegółowa informacja o zasadach wynagrodzenia i warunkach wynagrodzenia każdego z członków zarządu i rady nadzorczej przekazywana akcjonariuszom (2.7.7) oraz szczegółowy katalog informacji publikowany na stronie internetowej (4.1.11).	tak (VI.Z.4.)
Możliwość przyznania członkom rady nadzorczej dodatkowego wynagrodzenia	Wynagrodzenie zależne od wyników własnej pracy oraz wyników spółki; tylko w oparciu o uchwałę WZ lub postanowienia statutu spółki (5.4.2).	tak - w formie akcji, ale tylko w wyjątkowych sytuacjach i w oparciu o decyzję WZ (V.51)	Wynagrodzenie powinno być ustalone w stałej wysokości i nie jest oparte o cenę akcji (2.7.6.) – w formie niewiążącej sugestii.	Nie powinno być uzależnione od wyników spółki (VI.Z.3.).

### III. Propozycje zmian

Niewątpliwie dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego i warszawskiej giełdy wymagał modyfikacji treści Dobrych Praktyk z 2007 r. Giełda nie zdecydowała się na przeprowadzenie radykalnych zmian, lecz stopniowe zwiększanie standardów funkcjonowania spółek notowanych na rynku regulowanym. Podejście to należy uznać generalnie za słuszne, pomimo że pewne zmiany mogły być dalej idące, co zostanie szczegółowo przedstawione poniżej w ramach postulatów zmian w projekcie Dobrych Praktyk.

	TREŚĆ PROJEKTU	PROPONOWANE ZMIANY	UWAGI
<b>WSTĘP</b>			
1.	<i>...podlegają wszyscy emitenci akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym GPW.</i>	<i>...podlegają wszyscy emitenci akcji, <b>obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa, które są</b> dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym GPW.</i>	Zapewnienie spójności z § 29 ust. 1 Regulaminu Giełdy.
2.	Brak regulacji dotyczących reguł kolizyjnych	<i>Emitenci posiadający siedzibę na terenie innego niż Polska państwa Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz podlegający tamtejszemu zbiorowi zasad ładu korporacyjnego mogą podlegać „Dobrym Praktykom Spółek Notowanych na GPW”. W innym wypadku wskazani emitenci publikują informację o stosowaniu zbioru zasad ładu korporacyjnego, któremu podlegają na takich samych zasadach jak pozostali emitenci. Emitenci posiadający siedzibę na terenie państwa spoza Europejskiego Obszaru Gospodarczego podlegają „Dobrym Praktykom Spółek Notowanych na GPW”.</i>	II.3.a.(iii) <sup>43</sup>
3.	Brak regulacji dotyczących jednoczesnego podlegania zbiorom dobrych praktyk różnych rynków giełdowych	<i>Emitenci, których akcje, obligacje zamienne lub obligacji z prawem pierwszeństwa są dopuszczone jednocześnie do obrotu na rynku regulowanym GPW i w alternatywnym systemie obrotu Newconnect podlegają „Dobrym Praktykom Spółek Notowanych na GPW”</i>	Głównym motywem wprowadzenia tego przepisu jest zobowiązanie spółek do stosowania wyższych standardów.
4.	Zmiana układu rozdziałów Dobrych Praktyk w następujący sposób: <b>I.</b> Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami, <b>II.</b> Walne Zgromadzenie i relacje z inwestorami, <b>III.</b> Zarząd i Rada Nadzorcza, <b>IV.</b> Systemy i funkcje wewnętrzne, <b>V.</b> Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązanymi, <b>VI.</b> Wynagrodzenie		Przeniesienie rozdziału dotyczącego walnego zgromadzenia i relacji z inwestorami służy podkreśleniu roli, jaką pełnią akcjonariusze w spółce.

<sup>43</sup> Oznaczenie miejsca w niniejszym dokumencie, w którym zawarte zostało wyjaśnienie powodów propozycji.

5.	Rekomendacje nie podlegają obowiązkowi podania przyczyn niestosowania się do nich.	Wprowadzenie obowiązku wyjaśnienia przyczyn niestosowania się do rekomendacji zawartych w kodeksie w raporcie rocznym.	II.3.a.(v).(1)
6.	Brak podania przykładowych przyczyn uzasadniających odstępstwa od zasad kodeksu.	Usunięcie z poszczególnych rozdziałów wyjątków od stosowania rekomendacji i zasad wynikających z indywidualnej sytuacji emitenta oraz przeniesienie ich do części wstępnej jako przykładowych przyczyn odstąpienia od stosowania postanowień kodeksu.	II.3.(a).(2)
7.	Zamieszczenie w szóstym akapicie informacji, że prawidłowo uzasadnione odstępstwo od postanowień kodeksu, uwarunkowane indywidualną sytuacją spółki, stanowi w niektórych przypadkach lepsze rozwiązanie niż bezrefleksyjne stosowanie się do postanowień Dobrych Praktyk.		Jest to jedna z podstawowych reguł stosowania mechanizmu <i>comply or explain</i> .
8.	Brak omówienia głównych cech polskiego systemu ładu korporacyjnego i przepisów prawnych z tym związanych.	Wprowadzenie w formie załącznika lub osobnej części kodeksu ogólnych cech polskiego systemu ładu korporacyjnego i przepisów prawnych z tym związanych.	Informacje te będą szczególnie ważne dla inwestorów zagranicznych.
9.	Brak pojęcia interesu spółki	Umieszczenie w części wstępnej definicji interesu spółki: „przy ustalaniu interesu spółki należy brać pod uwagę uzasadnione w długookresowej perspektywie interesy wszystkich akcjonariuszy spółki przy uwzględnieniu sytuacji interesariuszy, w szczególności pracowników, wierzycieli, kontrahentów spółki, konsumentów, otoczenia społecznego oraz środowiska naturalnego”.	Pojęcie kluczowe dla ładu korporacyjnego oraz dla interpretacji niektórych przepisów kodeksu (zob. cel II rozdziału). Proponowane brzmienie jest najprawdopodobniej zgodne z intencją twórców; zalecane jest jednak rozważenie poszerzenia tej definicji.
<b>I. POLITYKA INFORMACYJNA I KOMUNIKACJA Z INWESTORAMI</b>			
10.	[cel] <i>Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami</i>	<i>Polityka informacyjna spółki</i>	Zmiana tytułu rozdziału
11.	[cel] <i>Spółka giełdowa dba o należyłą komunikację z inwestorami i analitykami, prowadząc...</i>	<i>Spółka giełdowa dba o należyłą komunikację z inwestorami i analitykami, a także w odpowiednim zakresie z interesariuszami spółki, prowadząc...</i>	II.3.b.(i).(1)
12.	I.R.1.	Przeniesienie tej rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych.	Zasada ta ma kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania ładu korporacyjnego, dlatego jej przełamanie powinno łączyć się z koniecznością wyjaśnienia przez spółkę przyczyn swojego postępowania. Zob. też pkt II.3.C.2.
13.	Brak stosownych postanowień	<i>I.R.... W spółce funkcjonują odrębne struktury, których zadaniem jest komunikacja z inwestorami, ujawnianie informacji i zapewnienie odpowiednich procedur w tym zakresie.</i>	II.3.b.(i).(2)
14.	Brak stosownych postanowień	<i>I.R... Polityka informacyjna spółki, przedstawiana jest w formie odrębnego dokumentu udostępnianego na stronie</i>	II.3.b.(i).(2)

		<i>internetowej spółki i obejmuje przede wszystkim sposób udostępniania informacji inwestorom.</i>	
15.	[I.R.3] <i>Spółka zamieszcza w rocznym sprawozdaniu z działalności...</i>	<i>Spółka zamieszcza w rocznym sprawozdaniu z działalności oraz na stronie internetowej...</i>	II.3.b.(i).(4)
16.	Brak stosownych postanowień	<i>I.R... Spółka organizuje regularne spotkania z inwestorami oraz pracownikami spółki, a także w razie potrzeby z innymi interesariuszami spółki.</i>	II.3.b.(i).(5)
17.	I.R.4	Przeniesienie tej rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych.	II.3.b.(i).(5)
18.	I.Z.1.6	<i>zamieszczone w opublikowanych raportach rocznych oświadczenia spółki o stosowaniu ładu korporacyjnego z ostatnich pięciu lat</i>	II.3.b.(ii).(2)
19.	[I.Z.1.6] <i>...Regulaminu Giełdy,</i>	<i>...Regulaminu Giełdy, z ostatnich pięciu lat,</i>	II.3.b.(ii).(2)
20.	[I.Z.1.12] <i>uzasadnienia do projektów uchwał walnego zgromadzenia dotyczących spraw i rozstrzygnięć nietypowych lub mogących budzić wątpliwości akcjonariuszy...</i>	uzasadnienia do projektów uchwał walnego zgromadzenia, <b>o których mowa w zasadzie IV.Z.7...</b>	II.3.b.(ii).(3)
21.	Brak stosownych postanowień	<i>I.Z.1. ... na miesiąc przed końcem roku obrotowego i uzupełnia na bieżąco kalendarz korporacyjny, zawierający daty najważniejszych wydarzeń związanych z działalnością spółki, poza tymi wymienionymi w niniejszym dokumencie, oraz daty publikacji raportów finansowych,</i>	II.3.b.(iii)
22.	Brak stosownych postanowień	<i>I.Z.1. ...informacje o systemie kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, a także o funkcjonującym w spółce audycie wewnętrznym,</i>	II.3.b.(iii)
23.	I.Z.1.8	<i>aktualną strukturę akcjonariatu pod względem ilości posiadanych akcji oraz głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, a także informacje o wszelkich ograniczeniach dotyczących wykonywania prawa głosu,</i>	II.3.b.(iii)
24.	I.Z.2.	<i>Spółka zapewnia dostępność swojej strony internetowej również w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w zasadzie I.Z.1.</i>	II.3.b.(ii).(4)
25.	I.Z.3.	<i>Spółka udostępnia inwestorom na stronie internetowej rozwiązania techniczne, np. funkcja „zadaj pytanie”, oraz zapewnia ich bieżącą obsługę, umożliwiając w ten sposób łatwy i szybki kontakt ze spółką.</i>	II.3.b.(ii).(5)
26.	Ujednoczenie numeracji rekomendacji i zasad, np. kropka na końcu numeru.		spójność tekstu
<b>II. ZARZĄD I RADA NADZORCZA</b>			
27.	[cel] <i>Spółką giełdową kieruje zarząd, jego członkowie działają w interesie spółki i ponoszą odpowiedzialność za jej działalność.</i>	<i>Spółką giełdową kieruje zarząd, jego członkowie działają w interesie spółki i <b>ponoszą z tego tytułu odpowiedzialność wobec spółki.</b></i>	Co do zasady członkowie zarządu spółki akcyjnej nie ponoszą odpowiedzialności za działania spółki.



28.	[cel]	<b>Dodanie akapitu:</b> <i>Przy podejmowaniu decyzji w sprawach spółki o charakterze gospodarczym członkowie zarządu lub rady nadzorczej powinni działać w granicach uzasadnionego ryzyka gospodarczego, tzn. po rozpatrzeniu wszystkich informacji, analiz i opinii, które w rozsądnej ocenie zarządu lub rady nadzorczej, uwzględniając uwarunkowania, w jakich podejmowana jest decyzja, powinny być w danym przypadku rozważone z uwagi na interes spółki.</i>	II.3.c.(i).(2)
29.	<i>[II.R.1] ...a przypadku rady nadzorczej – także niezależność</i>	<i>...a w przypadku <b>większości członków</b> rady nadzorczej – także niezależność</i>	II.R.1
30.	II.R.4	Przeniesienie tej rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych.	Ze względu na kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania spółki
31.	II.R.6	Przeniesienie tej rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych.	Ze względu na kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania spółki
32.	II.R.7	Przeniesienie tej rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych.	Ze względu na kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania rady nadzorczej
33.	Brak stosownych postanowień	<i>II.R. ... Zarząd i rada nadzorcza współpracują ze sobą poprzez wymianę informacji i dokumentów, zasięgania opinii w sprawach istotnych dla spółki, a także regularne odbywanie wspólnych posiedzeń. Za zorganizowanie i przygotowanie posiedzeń odpowiada zarząd spółki.</i>	Ze względu na kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania spółki
34.	Brak stosownych postanowień	<i>II.R. ... Przewodniczący rady nadzorczej zapewnia prawidłową współpracę zarządu i rady, wzajemną komunikację tych organów i sprawny przepływ informacji. Jednocześnie przewodniczący rady nadzorczej organizują pracę rady, umożliwiając członkom rady dostęp do odpowiednich analiz, sprawozdań i dokumentów, w tym tych pochodzących od zarządu i komitetów rady.</i>	Ze względu na kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania spółki
35.	II.Z.4.	Wprowadzenie pełnej definicji członka niezależnego rady nadzorczej lub dodanie stosownego załącznika do Dobrych Praktyk.	II.3.c.(ii).(2)
36.	II.Z.7	Zobowiązanie do utworzenia trzech kluczowych komitetów funkcjonujących w ramach rady nadzorczej: komitetu audytu, nominacji i do spraw wynagrodzeń; zapewnienie odpowiedniej struktury, m.in. minimalna ilość członków, w tym członków niezależnych; przedstawienie podstawowych zadań przez nie realizowanych; lub wprowadzenie stosownego załącznika do Dobrych Praktyk.	II.3.c.(ii).(3) i (4)
37.	II.Z.10.	Skreślenie drugiego zdania	II.3.c.(ii).(5)
38.	II.Z.13.	Skreślenie drugiego akapitu	II.3.c.(iii)
39.	Brak stosownych postanowień	Dodać postanowienie po zasadzie II.Z.10: <i>W oświadczeniu spółki o stosowaniu ładu korporacyjnego wymienia się członków rady nadzorczej, którzy nie uczestniczyli w więcej niż połowie posiedzeń rady.</i>	Postanowienie służące aktywizacji członków rady nadzorczej.

III. Systemy i funkcje wewnętrzne			
40.	<i>III.R.1 W przypadku, gdy uzasadnia to rozmiar lub rodzaj działalności prowadzonej przez spółkę, wyodrębnia ona w swojej strukturze...</i>	<b>Spółka wyodrębnia</b> w swojej strukturze...	II.3.d.(i)
41.	Brak stosownych postanowień	<i>I.Z. ... Spółka sporządza i stosuje odpowiednie procedury zarządzania ryzykiem oraz regulamin kontroli wewnętrznej.</i>	II.3.d.(ii).(2)
42.	Brak stosownych postanowień	<i>I.Z. ... Spółka zamieszcza w oświadczeniu o stosowaniu ładu korporacyjnego sprawozdanie oraz ocenę, o których mowa odpowiednio w zasadzie III.Z.3. i III.Z.4.</i>	II.3.d.(ii).(3)
43.	<i>III.Z.5. ...rekomendację w tym zakresie.</i>	<i>III.Z.5. ...rekomendację w tym zakresie. Stanowisko spółki w przedmiocie celowości wyodrębnienia funkcji audytu wewnętrznego podlega zamieszczeniu w oświadczeniu o stosowaniu ładu korporacyjnego.</i>	II.3.d.(ii).(1)
IV. Walne zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami			
44.	[cel]	<b>Dodatkowy akapit:</b> <i>Ilość głosów posiadanych przez akcjonariuszy powinna odpowiadać ich zaangażowaniu kapitałowemu, dlatego każda akcja uprawnia do oddanie jednego głosu na walnym zgromadzeniu.</i>	II.3.e.(i).(2)
45.	IV.R.1.	Przeniesienie tej rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych.	II.3.e.(i).(3)
46.	Brak stosownych postanowień	<i>Po zasadzie IV.Z.5.: Regulamin walnego zgromadzenie przewiduje możliwość oddania głosu drogą korespondencyjną. Spółka zamieszcza na stronie internetowej informacje na temat oddawania głosu drogą korespondencyjną oraz stosowanych środków identyfikacji osób głosujących drogą korespondencyjną. Spółka zamieszcza również na stronie internetowej informacje na temat oddania głosu przez pełnomocnika.</i>	II.3.e.(ii)
V. Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązаныmi			
47.	[cel]	Wprowadzenie w formie załącznika lub w ramach rozdziału V kodeksu definicji podmiotu powiązanego.	II.3.f.(i).(2)
48.	Brak stosownych postanowień	<i>I.Z. ... Członek zarządu i rady nadzorczej powinien zachowywać pełną lojalność wobec spółki i uchylać się od działań, które mogłyby prowadzić wyłącznie do realizacji własnych korzyści materialnych. W przypadku uzyskania informacji o możliwości dokonania inwestycji lub innej korzystnej transakcji dotyczącej przedmiotu działalności spółki, członek zarządu i rady nadzorczej powinien przedstawić odpowiednio zarządowi oraz radzie nadzorczej bezzwłocznie taką informację w celu rozważenia możliwości jej wykorzystania przez spółkę. Wykorzystanie takiej informacji przez członka zarządu i członka rady nadzorczej lub przekazanie jej osobie trzeciej może nastąpić tylko za zgodą rady nadzorczej i jedynie wówczas, gdy nie narusza to interesu spółki.</i>	II.3.f.(i).(3)

VI. Wynagrodzenia			
49.	VI.R.3. i VI.R.6.	Przeniesienie tych rekomendacji do kategorii zasad szczegółowych	II.3.g.(i).(2)
50.	VI.Z.4.	<b>Dodatkowy akapit:</b> <i>Polityka wynagrodzeń podlega ocenie ze strony akcjonariuszy spółki podczas zwyczajnego walnego zgromadzenia poprzez podjęcie uchwały.</i>	Możliwość wypowiedzenia się przez akcjonariuszy na temat stosowanej polityki wynagrodzeń.
51.	Brak stosownych postanowień	VI.R. ... <i>Odprawa lub inne płatności z tytułu rozwiązania stosunku pracy z członkiem zarządu nie powinny łącznie przekraczać wysokości dwuletniego podstawowego wynagrodzenia tego członka zarządu. W razie nienależytego wykonania obowiązków przez członka zarządu odprawa lub inne płatności nie będą wypłacane.</i>	Zalecenie Komisji 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 (2009/385/WE) – zalecenie nr 3.5.
52.	VI.Z.3 <i>Wynagrodzenie członków rady nadzorczej nie powinno uwzględniać opcji i innych instrumentów pochodnych oraz nie powinno być uzależnione od wyników spółki</i>	<i>... opcji i innych instrumentów pochodnych, warrantów ani prawa do przyznania akcji bądź instrumentów zamiennych na akcje oraz nie powinno</i>	Zapewnienie zgodności z zaleceniem KE 2009/385/WE (rekomendacja 4.4.) – II.3.g.(i).(3)