

*Jerzy Jacyszyn*

## **Nowe zasady dobrych praktyk spółek z Giełdy Papierów Wartościowych**

### **I. Wprowadzenie**

Rynek kapitałowy wytwarza coraz to nowe instrumenty i mechanizmy wspierające spółki giełdowe; tak się dzieje na całym świecie<sup>1</sup>.

Po raz pierwszy dobre praktyki spółek sformułowano w Stanach Zjednoczonych w latach trzydziestych XX wieku<sup>2</sup>. Szybko też znalazły swoich naśladowców w innych krajach, tam gdzie pojawiła się sposobność skutecznego pozyskiwania kapitału w formie finansowania zewnętrznego. W doktrynie pojęcie dobrych praktyk (*corporate governance*)<sup>3</sup> jest już utrwalone, choć może być różne pojmowane i tłumaczone<sup>4</sup>. Nie sprzyja

---

<sup>1</sup> Historia dobrych praktyk sięga 1602 r., kiedy holenderska spółka East India zaofiarowała inwestorom udział w handlu azjatyckim.

<sup>2</sup> Zob. I. Karasek, A. Wacławik, *Polski kodeks corporate governance – mechanizmy wdrażania i egzekwowania*, PPH 2007, nr 7, s. 24.

<sup>3</sup> Tak np. P. Tarnowicz, *Co to jest corporate governance?* www.pfcg.pl. Anglojęzyczne określenie *corporate governance* w dosłownym tłumaczeniu oznacza zarządzanie spółką i prowadzenie spraw spółki, jest więc to określenie naszemu prawu doskonale znane. Lecz chodzi tu o coś innego, znacznie szerszego, odnoszącego się do nadzoru korporacyjnego, władztwa korporacyjnego czy też ładu korporacyjnego. Zob. np. M. Furtek, W. Jurewicz, *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach akcyjnych*, PPH 2002, nr 6, s. 25, s. 35.

<sup>4</sup> A. Szumański, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD (corporate governance)* PPH 2000, nr 5, s. 2.

to przejrzystości tego terminu, który jest jednak na tyle pojemny, że potrafi zadowolić każdego, kto chce z tych reguł skorzystać. Pociąga to za sobą konsekwencje praktyczne<sup>5</sup>. Panuje jednak dość zgodne przekonanie, że zasady dobrych praktyk są formą porządkującą określone reguły postępowania, które łączą w sobie poszanowanie praw i interesów inwestorów oraz spółek, którym powierzają oni swoje środki finansowe<sup>6</sup>. Idea zasad dobrych praktyk opiera się na regule „**zastosuj się albo wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz**” (*comply or explain*), innymi słowy, preferuje ona metodę stosowania środków niewładczych<sup>7</sup>. Sens tkwi w tym, że same spółki mają prawo wyboru, czy będą przestrzegać określonych reguł, czy je po prostu zignorują. W takim jednak przypadku muszą one podać ten fakt do publicznej wiadomości wraz z uzasadnieniem. Owo skierowanie do opinii publicznej informacji o nierespektowaniu tych zasad może okazać się kłopotliwe dla spółki. Co więcej, może narazić ją na zarzut, że spółka ma jakieś niejasne powody, które zamierza ukryć przed inwestorami. A to już rodzi podejrzenia i spekulacje kapitałowe.

Zasady dobrych praktyk stały się obecnie niezbędnym elementem porządku pozanormatywnego rynków kapitałowych. Ich atutem jest to, że zwiększają bezpieczeństwo inwestorów oraz zapewniają przejrzystość działania spółek kapitałowych. Stanowią dodatkowy gwarant stabilności rynku finansowego, stwarzając tym samym skuteczny mechanizm ostrzegawczy.

Wyróżnia się zasady dobrych praktyk w znaczeniu szerszym (dot. one zasad zarządzania i kontroli w spółkach) oraz węższym (mają one charakter pozaustawowy, co oznacza, że nie można im nadać rygoru przepisów prawa). Jedne i drugie często się uzupełniają i wpływają na siebie, tworząc dobre zaplecze nieformalne dla spółek giełdowych.

---

<sup>5</sup> Szerzej zob. J. K o ł a c z, *Nowe dobre praktyki w spółkach publicznych*, PPH 2007, nr 9, s. 46 i nast.

<sup>6</sup> Zob. także szerzej M. E n g e l e i t, *Wirtualne walne zgromadzenie. Wpływ Internetu na prawo spółki akcyjnej*, Warszawa 2005, s. 25 i nast. wraz z literaturą, która m.in. omawia pojęcie nadzoru korporacyjnego, problemy *corporate governance* oraz ocenę możliwości wprowadzenia *corporate governance* do polskiego prawa.

<sup>7</sup> Odmienne rozwiązanie obowiązuje w Stanach Zjednoczonych, gdzie reguły dobrych praktyk zostały przyjęte jako bezwzględnie obowiązujące prawo.

Zasady dobrych praktyk to wszelkie reguły odnoszące się do zarządzania spółką; podstawowe regulacje zawarte są w kodeksie spółek handlowych i określają zarówno pozycję, jak i relacje organów spółki, ich składy, kompetencje i ich funkcjonowanie. Pewne szczegółowe kwestie znajdują się w statutach spółek akcyjnych czy też porozumieniach akcjonariuszy. Oczywiście nie mogą być one sprzeczne z przepisami kodeksu spółek handlowych, nie mogą też deformować ustroju organizacyjno-prawnego spółki akcyjnej. Mają je natomiast uzupełniać, uszczegóławiać, „iść w głąb” w sprawach spółki i jej akcjonariuszy.

Odpowiednim miejscem stosowania dobrych praktyk stały się spółki publiczne<sup>8</sup>. Było to uzasadnione koniecznością poprawy struktur organizacyjnych w spółkach giełdowych celem podwyższenia standardów bezpieczeństwa inwestorów i ich kapitału zainwestowanego w akcje<sup>9</sup>.

Formą wyrażania ładu korporacyjnego na całym świecie stały się kodeksy dobrych praktyk. Stanowią one zbiór reguł zarządzania<sup>10</sup> i nadzoru oraz relacji między spółkami a akcjonariuszami. Znane są w Stanach Zjednoczonych, Europie<sup>11</sup>, w OECD<sup>12</sup>, w Azji i na Bliskim Wschodzie.

---

<sup>8</sup> Jest to spółka w rozumieniu przepisów ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539 ze zm.), która w art. 4 pkt 20 stanowi, że chodzi tu o spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Na gruncie kodeksu spółek handlowych chodzi niewątpliwie o spółkę komandytowo-akcyjną oraz spółkę akcyjną, które emitują akcje w publicznym obrocie papierami wartościowymi. Warto zauważyć, że kodeks spółek handlowych nie zawiera własnej definicji spółki publicznej, lecz tylko odsyła w tym zakresie do wspomnianej wyżej ustawy.

<sup>9</sup> Tak np. A. Waćławik, *Zasady dobrych praktyk w spółkach publicznych 2002 r. Pozaustawowa regulacja zagadnień corporate governance a odpowiedzialność za przestrzeganie ładu korporacyjnego*, Transformacje Prawa Prywatnego, Kraków 2002, nr 4.

<sup>10</sup> W szerokim tego słowa znaczeniu np. M. Masny, *Zarządzanie ryzykiem jako wymóg corporate governance*, PPH 2002, nr 9, s. 1 i nast.

<sup>11</sup> M. Wiktorowicz, *Dobre praktyki w spółkach (corporate governance)*, Prawo Spółek 2003, nr 10, s. 22; M. Lutter, *Corporate governance w Niemczech i Europie*, PPH 2003, nr 4, s. 6; E. Micheler, *Corporate governance. Wpływ rozwiązań angielskich na regulacje austriackie i niemieckie*, Transformacje Prawa Prywatnego 2002, nr 1-2, s. 34; M. Bucholc, C. Karasiewicz, *Kodeksy corporate governance w europejskim obrocie prawnym*, PPH 2003, nr 8, s. 25.

<sup>12</sup> M. Wiktorowicz, *Dobre praktyki...*, s. 17; A. Szumański, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, PPH 2000, nr 5, s. 4.

Nie ma giełdy na świecie, by były one pominięte lub zapomniane. Dobrym praktykom dużo uwagi poświęca też Unia Europejska<sup>13</sup>.

Często określa się je jako „**prywatne zbiory norm**”, tzw. miękkie prawo, które odnosi się do podmiotów związanych z rynkiem kapitałowym, poza ramami wykonywania władzy państwowej. Podmioty te to osoby wywodzące się z giełdy, biegli, przedstawiciele nauki i praktyki rynków kapitałowych.

Wypracowane w ten sposób zbiory stają się częścią składową systemu funkcjonowania spółek publicznych, do nich odsyłają regulaminy giełdowe.

Powstawanie kodeksów dobrych praktyk stanowi instrument polityki prawa zwany **deregulacją**, czyli działaniem mechanizmów rynkowych bez konieczności ingerencji ustawodawcy. Mają na celu pogłębienie treści norm (ich zaostrzenie), a także służą ich uelastycznieniu czy też uszczegółowieniu.

Istotą deregulacji jest ograniczenie tworzenia nowych przepisów ustawowych, ich nadmiar może być postrzegany negatywnie przez inwestorów i zniechęcić ich do angażowania swoich kapitałów.

W zasadach dobrych praktyk dostrzega się także zastosowanie koncepcji tzw. norm samoogzekwujących, których głównym założeniem jest stosowanie prawa w znacznej mierze przez bezpośrednich „uczestników”, w tym spółek publicznych, ich organów i akcjonariuszy. Natomiast takie instytucje zewnętrzne jak sądy czy publiczne organy nadzoru mają stać na uboczu, nie wtrącać się w to, co dzieje się w tych spółkach<sup>14</sup>.

Ocenę takiego działania wystawiają akcjonariusze spółek publicznych w formie decyzji inwestycyjnych, których efektem są nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, jakie stanowią przedmiot obrotu spółek publicznych. Następować też mogą przejęcia spółek przez inwestorów zewnętrznych, którzy następnie dokonują zmian w składach zarządu.

Jest to system wymuszania przez mechanizmy rynkowe stosowania się spółek publicznych do zasad dobrych praktyk. Okazał się on niezwykle skuteczny i efektywny w krajach o wysokim stopniu rozwoju rynków giełdowych, gdzie istnieje mocno rozproszony akcjonariat, rynek jest chłon-

---

<sup>13</sup> S. Gołębiowski, W. Sędzicki, *Corporate governance – zabezpieczenie praw akcjonariuszy w planach Komisji Europejskiej*, Prawo Unii Europejskiej 2004, nr 6.

<sup>14</sup> Tak np. J. Kołacz, *Nowe dobre praktyki...*, s. 48.

ny, nie występują dominacje spółek przez jednego lub też grupę akcjonariuszy.

Nie do końca też pełni taką rolę w warunkach polskiego obrotu kapitałowego, gdzie istotną rolę odgrywają liderzy – akcjonariusze, na których zapatrzeni są drobni ciułacze (posiadacze tzw. „śmieciowych akcji”) zwani też „drobnymi inwestorami”.

## **II. Polskie dobre praktyki spółek**

Pod koniec lat 90. wieloma polskimi spółkami wstrząsały konflikty między akcjonariuszami. Potrzebne stało się wprowadzenie dobrych praktyk dla spółek giełdowych, tak aby jasne zasady postępowania stały się skutecznymi wytycznymi zarówno dla samej spółki, jak i jej akcjonariuszy.

Toczone między akcjonariuszami a władzami spółek „wojny” pogłębiały chaos na rynku giełdowym, zniechęcały do inwestowania, powodowały ucieczkę kapitałów na zagraniczne giełdy, gdzie panował ład i porządek korporacyjny. W takiej atmosferze trudno było budować wśród inwestorów zaufanie do polskiego rynku kapitałowego.

Zasady dobrych praktyk nie są uregulowane w kodeksie spółek handlowych, który jest rodzajem konstytucji dla spółek prawa handlowego. Ich ranga jest niezwykle wysoka, gdyż odnosi się do relacji między walnym zgromadzeniem, akcjonariuszami, zarządem i radą nadzorczą. Miały one zapobiegać konfliktom, głównie między akcjonariuszami mniejszościowymi a strategicznymi. Tu bowiem dość często dochodziło do sprzeczności interesów i chęci podporządkowania jednych drugim.

Pierwsze zasady dobrych praktyk<sup>15</sup> w Polsce zostały opracowane przez Komitet Dobrych Praktyk w 2002 r. utworzony przy Gieldzie Papierów Wartościowych. Kładły one nacisk przede wszystkim na poprawę relacji między akcjonariuszami. W dużej mierze była to konkretyzacja klauzul generalnych prawa cywilnego a zwłaszcza prawa spółek, wskazując oczekiwane zachowania zgodne z zasadami współzycia społecznego<sup>16</sup>, dobrymi obyczajami<sup>17</sup> czy interesem spółki.

---

<sup>15</sup> Nazywane też pierwszym polskim kodeksem *corporate governance*.

<sup>16</sup> Szerzej P. Machnikowski, *Swoboda umów według art. 353<sup>1</sup> k.c. Konstrukcja prawa*, Warszawa 2005, s. 251 i nast.

<sup>17</sup> Bliżej, R. Stefanicki, *Dobre obyczaje w prawie polskim*, PPH 2002, nr 5, s. 23 i nast.

Zbiór dobrych praktyk składał się z pięciu zasad ogólnych, określających m.in. cele powołania spółki, relacje między większościami a mniejszościami akcjonariuszami, kwestie kontroli sądowej oraz 48 szczegółowych zasad dotyczących walnego zgromadzenia, rady nadzorczej, zarządu i relacji między osobami i instytucjami zewnętrznymi<sup>18</sup>.

Wdrażanie dobrych praktyk nie było wcale takie proste<sup>19</sup>, jedni emittenci mieli poważne zastrzeżenia co do poszczególnych zasad, inni nie chcieli generalnie nawet ich przyjąć do wiadomości<sup>20</sup>. Ostatecznie do pierwszej wersji dobrych praktyk nie ustosunkowało się ok. 2 procent spółek na polskiej giełdzie. Jednym z głównych punktów niezgody była zasada nr 20 stanowiąca o niezależnych członkach rady nadzorczej<sup>21</sup>, którzy mieli stanowić większość w radzie<sup>22</sup>. Chodziło o to, by zasiadały w niej osoby bezstronne, niezwiązane ze spółką ani jej głównymi akcjonariuszami, które patrzyłyby na działania zarządu w interesie wszystkich inwestorów. Ta zasada była zaciekle krytykowana przez spółki, gdzie główny akcjonariusz miał ponad 50 proc. głosów na walnym zgromadzeniu.

Z biegiem lat coraz więcej spółek publicznych przekonało się do zasad dobrych praktyk<sup>23</sup>. W 2004 r. przeciętna spółka mówiła „tak” zasadom w 92 procentach, podczas gdy poprzednio wynik był 9 pkt. proc. niższy<sup>24</sup>. Po kilku latach konieczne stało się uaktualnienie zbioru zasad dobrych praktyk spółek giełdowych. Tak powstał dokument „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2005 r.”

---

<sup>18</sup> Zob. szerzej na ich temat in. G. Domański, *Znaczenie dobrych praktyk dla odpowiedzialności cywilnej spółek publicznych członków ich organów*, [w:] *Prawo prywatne czasu przemian, Księga dedykowana prof. S. Sołtysińskiemu*, Poznań 2005; J. Okołoski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, PPH 2005, nr 6, s. 25.

<sup>19</sup> *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005 – Pytania i odpowiedzi*, www.gpw.pl.

<sup>20</sup> Zob. m.in. I. Karasek, A. Wacławik, *Polski kodeks corporate governance...*, PPP 2002, nr 7, s. 27.

<sup>21</sup> A. Opalski, *Niezależni członkowie rady nadzorczej*, PPH 2005, nr 6, s. 10.

<sup>22</sup> M. Aluchna, *Niezależni członkowie rady. Współczesne tendencje znaczenie i rola*, Przegląd Corporate Governance 2006, nr 1, s. 5.

<sup>23</sup> Por. M. Wiktorewicz, *Stan dobrych praktyk w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych*, PS 2004, nr 7-8, s. 25.

<sup>24</sup> *Statystyka oświadczeń dotyczących przestrzegania zasad ładu korporacyjnego*, www.gpw.pl.

Cele, jakie miały one spełnić, określone zostały już w preambule, która podkreślała, że „postępowanie przyzwoite, uwzględniające w odpowiednim stopniu różne interesy, służy wszystkim podmiotom zaangażowanym w spółce. Wiąże się to z postulatami kompromisu i umiaru, które są niezbędne, skoro spółka akcyjna ze swej natury jest polem gry różnych interesów gospodarczych. Utrwalaniu dobrych obyczajów korporacyjnych służy tworzenie reguł postępowania, zwanych współcześnie „dobrymi praktykami”.

Reguły te są na ogół „miętko” redagowane, aby uniknąć niepotrzebnego rygoryzmu i umożliwić ich elastyczne zastosowanie w różnych sytuacjach i w spółkach o bardzo odmiennym charakterze. Niektóre szczegółowe reguły mogą być jednak wykorzystywane przy formułowaniu statutu spółek oraz regulaminów działania ich organów.

Dobre praktyki stanowią zbiór szczególnych zasad zachowania, kierowanych zarówno do organów spółek oraz ich członków, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy.

Niniejszy zbiór dobrych praktyk ustanowionych na potrzeby polskiego rynku kapitałowego przedstawia podstawową część standardów ładu korporacyjnego w spółce akcyjnej, będącej spółką publiczną. Nie jest to katalog zamknięty. Na podstawie dotychczasowych polskich doświadczeń powinien być stale wzbogacany o nowe treści, wynikające z zmieniających się potrzeb rynku...”

Zbiór dobrych praktyk w spółkach publicznych 2005 zawierał modyfikacje uwzględniające zagraniczne doświadczenia (rekomendacje Komisji Europejskiej)<sup>25</sup>, jak również wnioski samych emitentów. Jedną z istotnych zmian była korekta słynnej zasady nr 20. Wprowadzono postanowienie, że jeśli pojedynczy akcjonariusz posiada pakiet ponad 50 proc. głosów na walnym zgromadzeniu, to rada powinna liczyć co najmniej dwóch niezależnych członków. W tej sytuacji inwestor strategiczny spełniający ten warunek mógł mieć w radzie nadzorczej większość i nie obawiać się, że mając ponad 50 proc. głosów, nie kontroluje rady.

---

<sup>25</sup> Zwraca na to m.in. uwagę A. O p a l s k i, *Komitet audytu (cz. I)*, Rejent 2005, nr 6, s. 99, przyp. 1.

Pod koniec 2006 r. rozpoczęły się kolejne poważniejsze prace nad nowymi zasadami dobrych praktyk. Po konsultacjach ze środowiskiem rynku kapitałowego, w lipcu 2007 r. został przyjęty przez Radę Giełdy.

Spółki giełdowe będą musiały od 1 stycznia 2008 r. publikować roczne sprawozdania z działalności. Ujawniane będą też zasady ładu korporacyjnego. Zmiany te zawarte są w założeniach do nowelizacji ustawy o rachunkowości. Jest to zgodne z Dyrektywą 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006 r., która wprowadza wymóg, aby spółki, których papiery wartościowe dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym, ujawniały roczne oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego, stanowiące oddzielną i łatwo identyfikowaną część sprawozdania. Składanie oświadczeń odnośnie do stosowania ładu korporacyjnego ma na celu dostarczenie inwestorom istotnych informacji o działalności spółki, dzięki czemu powinna zostać wzbogacona wiedza akcjonariuszy na jej temat, dużą też rolę odgrywa przy tym kwestia zaufania przekazywanych informacji. Rodzić może to odpowiedzialność deliktową na podstawie przepisów kodeksu cywilnego, zwłaszcza gdy akcjonariusz poniósł szkodę w wyniku opublikowania nieprawdziwych lub nierzetelnych informacji. W takich przypadkach można by też stosować przepisy kodeksu spółek handlowych, (np. art. 483 § 2, 490).

### **III. Nowe dobre praktyki spółek**

Od 2008 r. zmienia się dotychczasowa nazwa dobrych praktyk, będą to: „**Dobre praktyki spółek notowanych na GPW**”. Zostały one potwierdzone uchwałą Rady Giełdy<sup>26</sup>, sama zaś ich treść stanowi załącznik do niej. Warto je zatem przedstawić, by mieć możliwość oceny ich znaczenia i charakteru pozanormatywnego. Tak jak w poprzednio opracowanych dobrych praktykach, w preambule do tego dokumentu wyrażona jest ich idea i warunki, w jakich zostają one wprowadzone. W przekonaniu twórców nowych dobrych praktyk „[p]olski rynek giełdowy rozwija się dynamicznie, systematycznie budując swoją ponadlokalną pozycję wśród innych europejskich rynków kapitałowych, a zwłaszcza rynków regionu środkowej i wschodniej Europy.

---

<sup>26</sup> Uchwała nr 12/1170/2007, zacznie ona obowiązywać od 1 stycznia 2008 r.



Warunkiem tego rozwoju jest umacnianie i pogłębianie konkurencyjności polskiego rynku giełdowego, co jest tym ważniejsze, im silniejsza jest konkurencja pomiędzy rynkami kapitałowymi w zakresie przyciągania inwestycji i kapitału. Warunkami rozwoju i budowania pozycji ponadlokalnej jest również innowacyjność w sposobie rozwiązywania problemów rynku kapitałowego, dzięki czemu staje się on atrakcyjny dla inwestorów i emitentów i wyróżnia się pod tym względem pośród wielu innych miejsc koncentracji obrotu kapitałowego.

3. Dobre praktyki, jako zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz zasad określających normy kształtowania relacji przedsiębiorstw giełdowych z ich otoczeniem rynkowym, mogą być ważnym instrumentem wzmacniającym konkurencyjność rynku. Mogą być też nośnikiem innowacyjnego podejścia do problemów rynku giełdowego, a przez to budować jego atrakcyjność w wymiarze międzynarodowym.

Istotność zbioru zasad ładu korporacyjnego wynika zatem z procesów zachodzących na rynkach kapitałowych. Ważność zbioru zasad ładu korporacyjnego zależy od tego, czy trafnie rozpoznają one oczekiwania uczestników rynku giełdowego oraz od tego, czy są one efektywne, a więc czy przybierają postać dobrej praktyki modelującej zachowania korporacyjne przedsiębiorstw notowanych na giełdzie.

Działając w intencji wzmacniania zasad ładu korporacyjnego jako instrumentu podnoszącego konkurencyjność rynku, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA koordynuje proces ustalania treści zasad ładu korporacyjnego, jako efektu szerokiego konsensusu, angażującego głównie przekonania i oczekiwania inwestorów związanych z GPW oraz emitentów notowanych na Giełdzie.

1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, dążąc do stworzenia warunków dla powszechnego i pełnego stosowania Dobrych Praktyk, będzie zwracać uwagę na to, aby Dobre Praktyki dotyczyły spraw należących do sfery żywotnych interesów uczestników rynku kapitałowego, tak aby stosowanie Dobrych Praktyk było zjawiskiem naturalnym, a nie wymuszonym lub fikcyjnym.

2. Giełda Papierów Wartościowych zapewnia funkcjonowanie mechanizmu, który w ramach zasady *comply or explain* pozwala na uzyskiwanie przez rynek pełnej i jednoznacznej informacji na temat stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie przyjmuje też na siebie zobowiązanie promowania zasad ładu korporacyjnego przez rozwiązania, które oparte są na premiowaniu spółek spełniających oczekiwania stosowania dobrych praktyk w pełnym zakresie.

„Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW” nawiązują do tradycji polskiego ruchu *corporate governance*, którego pierwszym sformalizowanym dziełem był zbiór zasad „Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych w 2002”, opracowany przez szereg osób i instytucji związanych z rynkiem finansowym, ze znaczącą rolą opiniotwórczą i realizacyjną Komitetu Dobrych Praktyk oraz w toku dyskusji z Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową. Doprowadziło to do przekazania zbioru zasad ładu korporacyjnego do dalszego wdrażania przez GPW, co umożliwiło dynamiczną propagację praktycznego stosowania zasad.

Celem „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW” jest umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy także w materiałach nieregulowanych przez prawo, a przy tym niestwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nierównoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku. Dlatego też dobre praktyki dotyczą wyłącznie dziedzin, w których ich stosowanie może wpływać dodatnio na rynkową wycenę przedsiębiorstw, a przez to obniżać koszt pozyskiwania kapitału.

Dobre praktyki w zakresie objętym częściami II, III i IV niniejszego zbioru stanowią reguły, dla których stosuje się, w ramach zasady *comply or explain*, mechanizm przekazywania przez spółkę rynkowi jednoznacznej informacji o naruszeniu dobrej praktyki, a zarazem premiowania spółek giełdowych, spełniających oczekiwania stosowania dobrych praktyk w pełnym zakresie. Zasady określone w części pierwszej niniejszego zbioru są zaleceniami, które nie podlegają w pełni takiemu mechanizmowi, ale wyrażają tendencje w zakresie właściwego sposobu układania relacji wewnętrznych i relacji spółek giełdowych z ich otoczeniem i z tego względu, podobnie jak zasady objęte częściami II, III i IV, są przedmiotem corocznych sprawozdań dotyczących postępowania w zakresie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, sporządzanych przez spółki giełdowe.

#### **IV. Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych**

1. Spółka powinna prowadzić przejrzystą i efektywną politykę informacyjną, zarówno z wykorzystaniem tradycyjnych metod, jak i z użyciem nowoczesnych technologii zapewniających szybkość, bezpieczeństwo oraz szeroki dostęp do informacji. Spółka, korzystając w jak najszerszym stopniu z tych metod komunikowania, powinna zapewnić odpowiednią komunikację z inwestorami i analitykami, umożliwiać transmitowanie obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem sieci Internet, rejestrować przebieg obrad i upubliczniać go na stronie internetowej.

2. Spółka powinna zapewnić efektywny dostęp do informacji niezbędnych do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej funkcjonowania.

3. Spółka powinna dołożyć starań, aby odwołanie walnego zgromadzenia lub zmiana jego terminu nie uniemożliwiały lub nie ograniczały akcjonariuszowi wykonywania prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

4. Spółka powinna dążyć do tego, aby w sytuacji, gdy papiery wartościowe wyemitowane przez spółkę są przedmiotem obrotu w różnych krajach (lub na różnych rynkach) i w ramach różnych systemów prawnych, realizacja zdarzeń korporacyjnych, związanych z nabyciem praw po stronie akcjonariusza, następowała w tych samych terminach we wszystkich krajach, w których są one notowane.

5. Wynagrodzenia członków organów spółki powinny wiązać się z zakresem zadań i odpowiedzialności wynikającej z pełnionej funkcji, powinny odpowiadać wielkości spółki i pozostawać w rozsądnym stosunku do jej wyników ekonomicznych.

6. Członek rady nadzorczej powinien posiadać należytą wiedzę i doświadczenie oraz być w stanie poświęcić niezbędną ilość czasu na wykonywanie swoich obowiązków. Członek rady nadzorczej powinien podejmować odpowiednie działania, aby rada nadzorcza otrzymywała informacje o istotnych sprawach dotyczących spółki.

7. Każdy członek rady nadzorczej powinien kierować się w swoim postępowaniu interesem spółki oraz niezależnością opinii i sądów, a w szczególności:

- nie przyjmować nieuzasadnionych korzyści, które mogłyby rzutować negatywnie na ocenę niezależności jego opinii i sądów,
- wyraźnie zgłaszać swój sprzeciw i zdanie odrębne w przypadku uznania, że decyzja rady nadzorczej stoi w sprzeczności z interesem spółki.

8. Żaden akcjonariusz nie powinien być uprzywilejowany w stosunku do pozostałych akcjonariuszy w zakresie transakcji i umów zawieranych przez spółkę z akcjonariuszami lub podmiotami z nimi powiązanymi.

## **V. Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych**

1. Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej:

1) podstawowe dokumenty korporacyjne, w szczególności statut i regulaminy organów spółki,

2) życiorysy zawodowe członków organów spółki,

3) raporty bieżące i okresowe,

4) informację o terminie i miejscu walnego zgromadzenia, porządek obrad oraz projekty uchwał wraz z uzasadnieniami, a także inne dostępne materiały związane z walnymi zgromadzeniami spółki, co najmniej na 14 dni przed wyznaczoną datą zgromadzenia,

5) w przypadku, gdy wyboru członków organu spółki dokonuje walne zgromadzenie – udostępnione spółce uzasadnienia kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi, w terminie umożliwiającym zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem,

6) roczne sprawozdania z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazaną przez radę nadzorczą oceną pracy rady nadzorczej oraz systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki,

7) pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawane przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania,

8) informację na temat powodów odwołania zgromadzenia, zmiany terminu lub porządku obrad wraz z uzasadnieniem,

9) informację o przerwie w obradach walnego zgromadzenia i powo-  
dach zarządzenia przerwy,

10) informacje na temat zdarzeń korporacyjnych, takich jak wypłata dywidendy, oraz innych zdarzeń skutkujących nabyciem lub ograniczeniem praw po stronie akcjonariusza, z uwzględnieniem terminów oraz zasad przeprowadzania tych operacji informacje te powinny być zamieszczane w terminie umożliwiającym podjęcie przez inwestorów decyzji inwestycyjnych,

11) powzięte przez zarząd na podstawie oświadczenia członka rady nadzorczej informacje o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki,

12) w przypadku wprowadzenia w spółce programu motywacyjnego opartego na akcjach lub podobnych instrumentach – informację na temat prognozowanych kosztów, jakie poniesie spółka w związku z jego wprowadzeniem,

13) raport dotyczący stosowania zasad ładu korporacyjnego zawartych w niniejszym zbiorze.

2. Spółka zapewnia funkcjonowanie swojej strony internetowej w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w części II. pkt. 1: „Zasada ta powinna być stosowana najpóźniej począwszy od dnia 1 stycznia 2009 r.”

3. Zarząd przed zawarciem przez spółkę istotnej umowy z podmiotem powiązaniem zwraca się do rady nadzorczej o aprobatę tej transakcji/ umowy. Powyższemu obowiązkowi nie podlegają transakcje typowe, zawierane na warunkach rynkowych w ramach prowadzonej działalności operacyjnej przez spółkę z podmiotem zależnym, w którym spółka posiada większościowy udział kapitałowy. Na potrzeby niniejszego zbioru zasad przyjmuje się definicję podmiotu powiązanego w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych, przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych.

4. O zaistniałym konflikcie interesów lub możliwości jego powstania członek zarządu powinien poinformować zarząd oraz powstrzymać się od zabierania głosu w dyskusji oraz od głosowania nad uchwałą w sprawie, w której zaistniał konflikt interesów.

5. Projekty uchwał walnego zgromadzenia powinny być uzasadnione, z wyjątkiem uchwał w sprawach porządkowych i formalnych oraz uchwał,

które są typowymi uchwałami podejmowanymi w toku obrad zwyczajnego walnego zgromadzenia. Mając na względzie powyższe, zarząd powinien przedstawić uzasadnienie lub zwrócić się do podmiotu wnioskującego o umieszczenie danej sprawy w porządku obrad walnego zgromadzenia o przedstawienie uzasadnienia.

6. Członkowie zarządu powinni uczestniczyć w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia.

7. Spółka ustala miejsce i termin walnego zgromadzenia tak, aby umożliwić udział w obradach jak największej liczbie akcjonariuszy.

## **VI. Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych**

1. Poza czynnościami wymienionymi w przepisach prawa rada nadzorcza powinna:

1) raz w roku sporządzać i przedstawiać zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu zwięzłą ocenę sytuacji spółki, z uwzględnieniem oceny systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki,

2) raz w roku dokonać oceny swojej pracy i przedstawiać ją zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu,

3) rozpatrywać i opiniować sprawy mające być przedmiotem uchwał walnego zgromadzenia.

2. Członek rady nadzorczej powinien przekazać zarządowi spółki informację na temat swoich powiązań z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Powyższy obowiązek dotyczy powiązań natury ekonomicznej, rodzinnej lub innej, mogących mieć wpływ na stanowisko członka rady nadzorczej w sprawie rozstrzyganej przez radę.

3. Członkowie rady nadzorczej powinni uczestniczyć w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia.

4. O zaistniałym konflikcie interesów lub możliwości jego powstania członek rady nadzorczej powinien poinformować radę nadzorczą i powstrzymać się od zabierania głosu w dyskusji oraz od głosowania nad uchwałą w sprawie, w której zaistniał konflikt interesów.

5. Członek rady nadzorczej nie powinien rezygnować z pełnienia funkcji w sytuacji, gdy mogłoby to negatywnie wpłynąć na możliwość działania rady nadzorczej, w tym podejmowania przez nią uchwał.

6. Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką. W zakresie kryteriów niezależności członków rady nadzorczej powinien być stosowany Załącznik 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)*. Niezależnie od postanowień pkt. b) wyżej wymienionego Załącznika, osoba będąca pracownikiem spółki, podmiotu zależnego lub podmiotu stowarzyszonego nie może być uznana za spełniającą kryteria niezależności, o których mowa w tym Załączniku. Ponadto za powiązanie z akcjonariuszem wykluczające przymiot niezależności członka rady nadzorczej w rozumieniu niniejszej zasady rozumie się rzeczywiste i istotne powiązanie z akcjonariuszem mającym prawo do wykonywania 5% i więcej ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.

7. W ramach rady nadzorczej powinien funkcjonować co najmniej komitet audytu. W skład tego komitetu powinien wchodzić co najmniej jeden członek niezależny od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką, posiadający kompetencje w dziedzinie rachunkowości i finansów. W spółkach, w których rada nadzorcza składa się z minimalnej wymaganej przez prawo liczby członków, zadania komitetu mogą być wykonywane przez radę nadzorczą.

8. W zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej powinien być stosowany Załącznik I do *Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych (...)*.

9. Zawarcie przez spółkę umowy/transakcji z podmiotem powiązanym, spełniającej warunki, o których mowa w części II pkt 3, wymaga aprobaty rady nadzorczej.

## **VII. Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy**

1. Przedstawicielom mediów powinno się umożliwiać obecność na walnych zgromadzeniach.

2. Regulamin walnego zgromadzenia nie może utrudniać uczestnictwa akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu i wykonywania ich praw. Zmiany w regulaminie powinny obowiązywać najwcześniej od następnego walnego zgromadzenia.

3. Akcjonariusz zgłaszający wniosek do porządku obrad walnego zgromadzenia, w tym wniosek o zaniechanie rozpatrywania sprawy umieszczonej w porządku obrad, powinien przedstawić uzasadnienie umożliwiające podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem.

4. Uchwała walnego zgromadzenia w sprawie emisji akcji z prawem poboru powinna precyzować cenę emisyjną albo mechanizm jej ustalenia lub zobowiązać organ do tego upoważniony do ustalenia jej przed dniem prawa poboru, w terminie umożliwiającym podjęcie decyzji inwestycyjnej.

5. Uchwały walnego zgromadzenia powinny zapewniać zachowanie niezbędnego odstępu czasowego pomiędzy decyzjami powodującymi określone zdarzenia korporacyjne a datami, w których ustalane są prawa akcjonariuszy wynikające z tych zdarzeń korporacyjnych.

6. Dzień ustalenia praw do dywidendy oraz dzień wypłaty dywidendy powinny być tak ustalone, aby czas przypadający pomiędzy nimi był możliwie najkrótszy, a w każdym przypadku nie dłuższy niż 15 dni roboczych. Ustalenie dłuższego okresu pomiędzy tymi terminami wymaga szczególnego uzasadnienia.

7. Uchwała walnego zgromadzenia w sprawie wypłaty dywidendy warunkowej może zawierać tylko takie warunki, których ewentualne ziszczenie nastąpi przed dniem ustalenia prawa do dywidendy.

8. Walne zgromadzenie lub rada nadzorcza powinny zapewnić możliwość zmiany podmiotu uprawnionego do badania sprawozdania finansowego przynajmniej raz na siedem lat obrotowych. Podsumowując, łączna liczba spółek notowanych na warszawskiej giełdzie wynosi 268 (na dzień 31 sierpnia 2006 r.), z czego 5 spółek zadeklarowało nieprzestrzeganie zasad dobrych praktyk.

Nowe praktyki spółek notowanych na GPW muszą dokonać przewartościowania obecnej filozofii, według aktualnej – wszystko zostaje podporządkowane informacji, którą trzeba szanować i umieć z niej korzystać. Panuje opinia, że nie umiemy gromadzić informacji, przejrzeć jej „składować”, tak aby w potrzebie można było do niej dotrzeć bez trudu.



Informacja to bogactwo, sukces dla tego, kto potrafi z niej skorzystać, przetransponować ją na własne potrzeby i interesy, te zaś mieszczą się w „strategii” działania każdego akcjonariusza i spółki kapitałowej.

Zmiany w dobrych praktykach spółek oznaczają, że spółka winna prowadzić otwartą i przejrzystą politykę informacyjną. Spółki publiczne mają być transparentne i coraz lepiej komunikować się z inwestorami, wykorzystując głównie Internet<sup>27</sup>. To on ma być „oknem na świat”, dzięki tzw. korporacyjnej stronie internetowej. Na niej zaś ma się znaleźć statut i regulaminy, życiorysy członków organów spółek, raporty bieżące i okresowe, informacje dotyczące walnych zgromadzeń, w tym ogłaszanych przerw wraz z uzasadnieniem, wypłaty dywidendy, programów motywacyjnych.

Jak pokazują badania przeprowadzone wśród kadry zarządzającej spółek giełdowych, eksponowane mają być wskaźniki niefinansowe, takie jak: jakość procesów zarządzania, morale pracowników, zadowolenie klientów, jakość produktów i marka.

Spółka powinna również ustalić taki termin i miejsce walnego zgromadzenia, aby umożliwić udział w obradach jak największej liczbie akcjonariuszy, co w przeszłości było naruszane, chociażby przez taki przypadek, gdy ważną emisję akcji zaplanowano na wczesne godziny poranne po dniu świątecznym, w siedzibie spółki znajdującej się daleko od głównych dróg komunikacyjnych.

Lekarstwem na problemy logistyczne (choć nie w zakresie prawa do głosu) może być zasada mówiąca o transmitowaniu obrad walnego zgromadzenia w Internecie, a także obowiązek upublicznienia przebiegu obrad<sup>28</sup>.

Przy realizacji tych zasad dziennikarze będą mieli możliwość uczestnictwa w walnych zgromadzeniach, co ma istotne znaczenie zarówno publiczne, jak i dla inwestorów akcjonariuszy nieobecnych na walnym zgromadzeniu. To oni będą mogli dzięki depeszom agencji informacyjnych

---

<sup>27</sup> Bliżej o Internecie w komunikacji spółki z jej akcjonariuszami zob. M. Engleit, *Wirtualne walne zgromadzenie...*, 78 i nast.

<sup>28</sup> Wirtualne formy walnego zgromadzenia w aspekcie *corporate governance* szczegółowo przedstawia zwłaszcza: M. Engleit, *Wirtualne walne zgromadzenie...*, s. 115 i nast.

szybko zareagować na rynku na kluczowe decyzje mające wpływ na wycenę akcji, dotyczące np. wysokości i terminów wypłaty dywidendy, ustalenia ceny emisyjnej lub ceny skupu własnych akcji, zmianę parametrów emisji akcji.

Obowiązujące w kraju zasady dobrych praktyk powinny odpowiadać na potrzeby zagranicznych inwestorów, którzy zwiększają presję na spółki, by ujawniały coraz więcej informacji o charakterze niefinansowym.

Postulaty z ich strony, by powoływać komitety audytu<sup>29</sup> działające w ramach rady nadzorczej, nie przebiły się do praktyki funkcjonowania spółek giełdowych.

Spółki publiczne niechętnie odnosiły się do zasady wprowadzenia komitetu audytu<sup>30</sup> czy też wynagrodzeń (nominacji). Wspólną cechą obu tych ciał jest pełnienie w stosunku do rady nadzorczej roli doradczej. Jak dotąd jedynie 85 spółek (32%) przyjęło na siebie stosowanie tej zasady, wyszukiwano różne powody swoistego bojkotu tej reguły. Takie rozwiązanie ma wiele walorów i oceniane jest pozytywnie, zwłaszcza że zwiększa przejrzystość struktur oraz obiektywność ocen dokonywanych w tak istotnej sprawie, jaką jest audyt, czyli forma „straży” wewnętrznej. Te rozwiązania służą też zwiększeniu niezależności członów rady nadzorczej, co oceniane jest pozytywnie.

Upowszechnianie dobrych praktyk w relacjach między podmiotami zainteresowanymi działaniem spółek przyczyniło się do pogłębienia zaufania do rynku kapitałowego w Polsce. Zwiększyło przejrzystość tych reguł zgodnie ze standardami światowymi w tym zakresie.

Zasady dobrych praktyk uporządkowały i sformułowały katalog zwyczajów w spółce publicznej. Wzmocniły gwarancje i stabilność rynku kapitałowego. Co ważne – stanowią one istotne uzupełnienie norm kodeksu spółek handlowych i innych ustaw dotyczących spółek kapitałowych.

Na dobre praktyki spółek należy też niekiedy spojrzeć krytycznie, gdyż sama deklaracja o stosowaniu dobrych praktyk jeszcze nie oznacza ich

---

<sup>29</sup> O roli i znaczeniu audytu w spółkach publicznych zob. szerzej A. Opalski, *Komitet audytu (cz. I)*, Rejent 2005, nr 6, s. 99 i nast., tenże, *Komitet audytu (cz. II)*, Rejent 2005, nr 7-8, s. 65 i nast. oraz *Komitet audytu (cz. I)*, Rejent 2005, nr 10, s. 106 i nast. wraz z załączoną literaturą.

<sup>30</sup> Zob. np. J. Kolać, *Nowe dobre praktyki...*, s. 49 i nast.

pełnej realizacji. Zdarzają się obejścia, naruszenia ładu, a także ich nieprzestrzeżenie. Niekiedy mają one wymiar polityczny, choć też często są wynikiem jeszcze nie najwyższej kultury prawnej.

Nowa wersja zasad dobrych praktyk w spółkach giełdowych koncentruje się głównie na prawnych aspektach funkcjonowania organów statutowych spółki, nie jest to jednak żadna istotna ani przełomowa zmiana, której oczekują inwestorzy zagraniczni.

Wprowadzenie Internetu do spółek publicznych nie będzie wcale takie proste ani łatwe, jak się wydaje, nie mamy bowiem odpowiedniego „oprządkowania prawnego”, a brak odpowiednich regulacji rangi ustawowej może skutecznie uniemożliwić realizację dobrych praktyk w spółkach publicznych<sup>31</sup>. Dobrze zatem byłoby, by ustawodawca przejrzał odpowiednie przepisy i dokonał w nich modyfikacji jurystycznych, w efekcie czego możliwe stałoby się zorganizowanie i przeprowadzenie wirtualnego walnego zgromadzenia, respektującego nowe zasady dobrych praktyk w spółkach publicznych.

Gdyby tak się stało, to interesującym byłoby pytanie, jaka jest rola notariusza w takich walnych zgromadzeniach spółek publicznych, czy taka sama jak do tej pory, czy też musiałaby się pojawić wersja „cybernotariusza” obsługującego te zgromadzenia, posługującego się elektronicznymi czynnościami notarialnymi. Jest to jednak kwestia na odrębne rozważania.

---

<sup>31</sup> Zob. np. M. Engeleit, *Wirtualne walne zgromadzenie...*, s. 194 i nast.