

**PL**

**PL**

**PL**



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 5.4.2011  
KOM(2011) 164 wersja ostateczna

## **ZIELONA KSIĘGA**

### **Unijne ramy ładu korporacyjnego**

## ZIELONA KSIĘGA

### Unijne ramy ładu korporacyjnego

#### (Tekst mający znaczenie dla EOG)

Komisja niedawno potwierdziła swoje zaangażowanie na rzecz silnego i dobrze działającego jednolitego rynku, który ponownie zwraca się w stronę obywateli i odzyskuje ich zaufanie. Jak stwierdzono w komunikacie Komisji „W kierunku Aktu o jednolitym rynku”: „Zasadnicze znaczenie ma fakt, że przedsiębiorstwa europejskie dają wyraz najwyższej odpowiedzialności, zarówno wobec swoich pracowników i akcjonariuszy, jak i ogółu społeczeństwa”<sup>1</sup>. Ład korporacyjny i społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw stanowią najważniejsze elementy budujące zaufanie społeczeństwa do jednolitego rynku. Przyczyniają się one również do konkurencyjności europejskiego biznesu, ponieważ dobrze zarządzane, kierujące się zasadą zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa są najlepiej przygotowane do realizacji ambitnych celów dotyczących wzrostu wyznaczonych w strategii „Europa 2020”<sup>2</sup>. Jeżeli chodzi o odpowiedzialność społeczną przedsiębiorstw, Komisja ogłosiła już konsultacje społeczne dotyczące ujawniania informacji niefinansowych przez przedsiębiorstwa<sup>3</sup> i przedstawi jeszcze w tym roku nową inicjatywę ramową ukierunkowaną na rozwiązanie wyzwań społecznych stojących przed przedsiębiorstwami.

W komunikacie z dnia 5 września 2009 r. ministrowie finansów grupy G20 i prezesi banków centralnych podkreślili konieczność podjęcia działań w celu zapewnienia zrównoważonego wzrostu i stworzenia odporniejszego międzynarodowego systemu finansowego. Ład korporacyjny stanowi jedną z metod ograniczenia szkodliwych praktyk polegających na przyjmowaniu perspektywy krótkoterminowej i podejmowaniu nadmiernego ryzyka<sup>4</sup>. Celem niniejszej zielonej księgi jest ocena skuteczności obecnych ram ładu korporacyjnego obowiązujących w europejskich przedsiębiorstwach pod kątem powyższych zagadnień.

Ład korporacyjny definiuje się zwykle jako system, zgodnie z którym są kierowane i zarządzane przedsiębiorstwa<sup>5</sup>, oraz jako ogół relacji pomiędzy kierownictwem, zarządem i akcjonariuszami przedsiębiorstwa oraz innymi zainteresowanymi stronami<sup>6</sup>. Na obowiązujące w Unii Europejskiej ramy ładu korporacyjnego dla spółek giełdowych składa się

---

<sup>1</sup> Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: „W kierunku Aktu o jednolitym rynku. W stronę społecznej gospodarki rynkowej o wysokiej konkurencyjności”, COM(2010) 608 wersja ostateczna, s. 27.

<sup>2</sup> Zob. konkluzje Rady Europejskiej z 17 czerwca 2010 r. dostępne pod adresem [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/PL/ec/115354.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/115354.pdf).

<sup>3</sup> Zakończone w styczniu 2011 r. konsultacje w sprawie ujawnień informacji niefinansowych przez przedsiębiorstwa, zob. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/non-financial\\_reporting\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm).

<sup>4</sup> Zob. także m.in. publikację OECD „Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles”, luty 2010 r.

<sup>5</sup> Raport Komitetu ds. Aspektów Finansowych Ładu Korporacyjnego (Raport Cadbury'ego) z 1992 r., s. 15, dostępny pod adresem <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

<sup>6</sup> „Zasady ładu korporacyjnego OECD” z 2004 r., s. 11, dostępne pod adresem <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

prawodawstwo i „prawo miękkie”, w tym zalecenia<sup>7</sup> oraz kodeksy ładu korporacyjnego. Kodeksy ładu korporacyjnego są wprawdzie przyjmowane na poziomie krajowym, ale dyrektywa 2006/46/WE upowszechnia ich stosowanie dzięki wprowadzonym wymogom, zgodnie z którymi spółki giełdowe powinny zawierać w swoim oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego odniesienie do kodeksu i powinny składać sprawozdania ze stosowania tego kodeksu zgodnie z podejściem „przestrzegaj lub wyjaśnij”<sup>8</sup>.

Aby móc zidentyfikować kwestie mające największe znaczenie dla dobrego ładu korporacyjnego w UE oraz przygotować niniejszą zieloną księgę, Komisja przeprowadziła ankiety w wybranych spółkach giełdowych z różnych państw członkowskich i różnych sektorów gospodarczych, o różnej kapitalizacji i strukturze akcjonariatu. Komisja spotkała się także z ekspertami od ładu korporacyjnego, a także przedstawicielami środowiska inwestorów i społeczeństwa obywatelskiego. Niektóre istotne kwestie uwidoczniły się już wcześniej w kontekście przyjętej w czerwcu 2010 r. zielonej księgi „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń”<sup>9</sup>. I tak na przykład zaangażowanie akcjonariuszy jest kwestią istotną nie tylko dla instytucji finansowych, ale i dla wszystkich spółek<sup>10</sup>. Instytucje finansowe stanowią jednak przypadek szczególny, ze względu na szczególne wyzwania dotyczące zapewnienia skutecznego zarządzania ryzykiem oraz z uwagi na ryzyko systemowe dla systemu finansowego, które mogą powodować. Rozwiązania przewidziane w zielonej księdze z czerwca 2010 r. mogą zatem nie być odpowiednie dla ogółu spółek w UE. Dlatego też w niniejszej zielonej księdze skupiono się na trzech następujących kwestiach, które mają kluczowe znaczenie dla dobrego ładu korporacyjnego:

- Rada dyrektorów – sprawnie działające, skuteczne rady są potrzebne jako przeciwwaga dla kadry kierowniczej wyższego szczebla. Oznacza to, że rady potrzebują członków niebędących dyrektorami wykonawczymi, reprezentujących szerokie spektrum poglądów i umiejętności oraz posiadających odpowiednie doświadczenie zawodowe. Członkowie rady muszą być także gotowi do poświęcania tej pracy odpowiedniego czasu. Szczególne znaczenie mają funkcja przewodniczącego rady oraz odpowiedzialność rady za zarządzanie ryzykiem.
- Akcjonariusze – fundamentem ram ładu korporacyjnego jest założenie, zgodnie z którym akcjonariusze angażują się w sprawy spółki i rozliczają kierownictwo z wyników jego pracy. W praktyce potwierdza się jednak, że większość akcjonariuszy jest bierna i często skupia się wyłącznie na krótkoterminowych zyskach. W związku z tym wydaje się, że warto jest rozważyć możliwości zachęcenia większej liczby akcjonariuszy do zainteresowania się „zrównoważonymi” stopami zwrotu i wynikami osiąganymi w dłuższej perspektywie czasowej oraz do większego zaangażowania w kwestie ładu korporacyjnego. Różne struktury akcjonariatu wiążą się ponadto z innymi zagadnieniami takimi jak ochrona akcjonariuszy mniejszościowych.

---

<sup>7</sup> Wykaz unijnych środków dotyczących ładu korporacyjnego znajduje się w załączniku 2.

<sup>8</sup> Podejście to oznacza, że przedsiębiorstwo, które zdecydowało się odstąpić od kodeksu ładu korporacyjnego, musi wyjaśnić, od których części kodeksu ładu korporacyjnego odstępuje, oraz przyczyny, dla których to czyni.

<sup>9</sup> COM(2010) 284, zob. także podsumowanie odpowiedzi na zieloną księgę „Feedback Statement — Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions”, dostępne pod adresem

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/governance/feedback\\_statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf).

<sup>10</sup> Zob. pkt 3.5 i 5.5 powyższej zielonej księgi.

- W jaki sposób należy stosować podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij” leżące u podstaw unijnych ram ładu korporacyjnego? Niedawne badanie<sup>11</sup> wykazało, że wartość informacyjna wyjaśnień publikowanych przez spółki odstępujące od kodeksu ładu korporacyjnego jest w większości przypadków niezadowalająca i że w wielu państwach członkowskich nie monitoruje się odpowiednio stosowania kodeksów. W związku z tym należy zastanowić się, w jaki sposób można poprawić tę sytuację.

Warto jest także rozważyć dwie poniższe wstępne kwestie.

Po pierwsze, europejskie przepisy dotyczące ładu korporacyjnego mają zastosowanie do spółek „giełdowych” (tzn. spółek emitujących akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym). W przepisach tych zasadniczo nie dokonuje się rozróżnień na podstawie wielkości<sup>12</sup> lub typu spółek. W niektórych państwach członkowskich funkcjonują jednak specjalne kodeksy ładu korporacyjnego dostosowane do potrzeb małych i średnich spółek giełdowych<sup>13</sup>, w których np. akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny może jednocześnie zarządzać spółką. Kodeksy te zawierają zalecenia uwzględniające wielkość i strukturę spółki, dzięki czemu ich wdrażanie staje się łatwiejsze dla małych przedsiębiorstw. Z kolei w innych państwach członkowskich kodeksy przeznaczone dla wszystkich spółek giełdowych zawierają szczególne postanowienia dostosowane do potrzeb mniejszych spółek<sup>14</sup>. Nasuwa się w związku z tym pytanie, czy UE powinna przyjąć zróżnicowane podejście i w jaki sposób najlepiej uwzględnić potencjalne trudności dotyczące stosowania niektórych praktyk z zakresu ładu korporacyjnego w spółkach różniących się typem i wielkością<sup>15</sup>.

Po drugie, dobry ład korporacyjny może również mieć znaczenie dla akcjonariuszy w spółkach nienotowanych na rynku regulowanym. Niektóre kwestie z zakresu ładu korporacyjnego są już wprawdzie uregulowane w przepisach prawa spółek mających zastosowanie do spółek prywatnych, ale wiele obszarów nie zostało w nich uwzględnionych. W związku z tym być może należy zachęcać do przyjmowania wytycznych w sprawie ładu korporacyjnego dla spółek nienotowanych na rynku regulowanym: prawidłowy i skuteczny ład korporacyjny przynosi korzyści również tym spółkom (zwłaszcza w świetle znaczenia gospodarczego, jakie mają niektóre bardzo duże spółki nienotowane na rynku regulowanym). Oprócz tego nakładanie nadmiernych obciążeń na spółki giełdowe może zmniejszyć atrakcyjność wchodzenia na giełdę. Niemniej jednak zasad przewidzianych dla spółek

<sup>11</sup> Badanie dotyczące praktyk w zakresie monitorowania i egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w państwach członkowskich dostępne pod adresem [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

<sup>12</sup> Istnieją jednak wyjątki, i tak na przykład zgodnie z art. 41 ust. 1 akapit drugi dyrektywy 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniającej dyrektywę Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylającej dyrektywę Rady 84/253/EWG (Dz.U. L 157 z 9.6.2006, s. 87) państwa członkowskie mogą zezwolić, aby MŚP będące spółkami giełdowymi nie powoływały odrębnego komitetu ds. audytu.

<sup>13</sup> Zob. na przykład „Code de gouvernement d’entreprise pour les valeurs moyennes et petites”, grudzień 2009 r., Middlednext, dostępny pod adresem <http://www.middlednext.com/http://www.middlednext.com/>.

<sup>14</sup> Zob. na przykład „UK Corporate Governance Code”, dostępny pod adresem <http://www.frc.org.uk/corporate/ukegcode.cfm>.

<sup>15</sup> Koncepcja ograniczenia obciążeń dla małych i średnich przedsiębiorstw pojawia się także w przeprowadzanym obecnie przeglądzie dyrektyw o rachunkowości (dyrektyw Rady nr 78/660/EWG i 83/349/EWG), chociaż jego beneficjentem będą głównie spółki nienotowane na rynku regulowanym, a także w opublikowanej w 2010 r. zielonej księdze poświęconej polityce badania sprawozdań finansowych (COM(2010) 561), dostępnej pod adresem [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf).

giełdowych nie można po prostu przenieść na spółki nienotowane na rynku regulowanym, ponieważ spółki te napotykają w swojej działalności całkiem odmienne wyzwania. Organizacje zawodowe stworzyły już dobrowolne kodeksy i podjęły szereg inicjatyw w tym zakresie, zarówno na poziomie europejskim<sup>16</sup>, jak i krajowym<sup>17</sup>. Nasuwa się w związku z tym pytanie, czy w zakresie ładu korporacyjnego w spółkach nienotowanych na rynku regulowanym potrzebne jest działanie UE.

Pytania:

- (1) Czy unijne środki w zakresie ładu korporacyjnego powinny uwzględniać wielkość spółek giełdowych? W jaki sposób? Czy należy ustanowić zróżnicowane, proporcjonalne zasady w odniesieniu do małych i średnich spółek giełdowych? Jeżeli tak, czy istnieją odpowiednie definicje lub progi? Jeżeli tak, odpowiadając na poniższe pytania, proszę zaproponować, w jaki sposób można dostosować te definicje i progi (w odpowiednich przypadkach) na potrzeby MŚP.
- (2) Czy na poziomie UE należy podjąć środki w zakresie ładu korporacyjnego w odniesieniu do spółek nienotowanych na rynku regulowanym? Czy UE powinna skupić się na wspieraniu rozwoju i stosowania dobrowolnych kodeksów dla spółek nienotowanych na rynku regulowanym?

## 1. RADY DYREKTORÓW

W niniejszej zielonej księdze termin „rada dyrektorów” odnosi się zasadniczo do funkcji nadzorczej dyrektorów. W modelu dualistycznym funkcja ta przypada zwykle radzie nadzorczej<sup>18</sup>. Termin „dyrektor niewykonawczy” obejmuje członków rady nadzorczej w systemie dualistycznym.

Rady dyrektorów odgrywają niezwykle istotną rolę w rozwoju odpowiedzialnych spółek. Pod wieloma względami rola pełniona przez przewodniczącego rady dyrektorów wydaje się mieć znaczny wpływ na jej działanie i skuteczność. W związku z tym być może warto jest określić bardziej szczegółowo funkcję i obowiązki przewodniczącego rady.

---

<sup>16</sup> „Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe” Europejskiej Konfederacji Stowarzyszeń Dyrektorów (EcoDa), dostępne pod adresem [http://www.ecoda.org/docs/ECODA\\_WEB.pdf](http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf).

<sup>17</sup> Zob. na przykład belgijski „Buisse Code” — zalecenia w zakresie ładu korporacyjnego dla spółek nienotowanych na rynku regulowanym ([http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse\\_EN.pdf](http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf)), podjętą w Finlandii inicjatywę Centralnej Izby Handlowej na rzecz poprawy ładu korporacyjnego w spółkach nienotowanych na rynku regulowanym (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>) i brytyjskie wytyczne wydane przez Institute of Directors „Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK” ([http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp\\_gov\\_guidance\\_and\\_principles\\_for\\_unlisted\\_companies\\_in\\_the\\_uk\\_final\\_1011.pdf](http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf)).

<sup>18</sup> Niniejsza zielona księga nie wpływa w żaden sposób na określone w prawie krajowym funkcje poszczególnych organów spółki ani na partycypację pracowników w radzie.

Pytanie:

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

Poniżej omówiono dalsze kwestie, które warto dokładniej zbadać, aby umożliwić radom dyrektorów skuteczne kwestionowanie decyzji kierownictwa.

### 1.1. Skład rady

Skład rady musi odpowiadać przedmiotowi działalności spółki. Członków rady będących dyrektorami niewykonawczymi należy wybierać na podstawie szerokiego zestawu kryteriów, tzn. kryteriów merytorycznych, kwalifikacji zawodowych, doświadczenia, cech osobowych kandydata, jego niezależności, a także wkładu w zróżnicowanie składu rady<sup>19</sup>.

Członkowie mający różne profile i reprezentujący różne środowiska wnoszą do rady szeroki zakres wartości, poglądów i umiejętności<sup>20</sup>. Dzięki temu rada może dysponować większymi zasobami i szerszą wiedzą fachową. Dzięki odmiennym doświadczeniom kierowniczym, wiedzy wyniesionej z sektorów krajowych lub regionalnych oraz mieszanemu składowi (mężczyźni i kobiety) rada może zyskać skuteczne umiejętności pozwalające jej uniknąć „myślenia stadnego” i zamiast tego generować nowe pomysły. Większa różnorodność prowadzi do częstszych dyskusji i ścierania się poglądów pomiędzy członkami rady oraz zwiększa poziom kontroli. Może to prowadzić do lepszych decyzji, ale ich podjęcie może zajmować więcej czasu, dlatego też niezbędne jest tutaj zaangażowanie i wsparcie ze strony przewodniczącego.

#### 1.1.1. Zróżnicowany profil zawodowy

Uważa się, że zróżnicowane doświadczenie przyczynia się w dużym stopniu do skutecznej pracy rady. Różnorodne doświadczenie zawodowe jest konieczne, aby zapewnić dobre zrozumienie przez radę takich zagadnień jak na przykład zawiłości światowych rynków, cele finansowe spółki i wpływ prowadzonej działalności na poszczególne zainteresowane strony, w tym pracowników. Spółki ankietowane przez Komisję potwierdziły, jak ważne przy wyborze członków rady jest zwracanie uwagi na to, by ich profile wzajemnie się uzupełniały. Tego typu praktyki nie są jednak jeszcze rozpowszechnione. I tak na przykład w 48 % europejskich rad brakuje dyrektora wyspecjalizowanego w sprzedaży lub marketingu, a w 37 % komitetów audytu nie zasiada aktualny ani były dyrektor ds. finansowych<sup>21</sup>.

Jedynym i najważniejszym czynnikiem decydującym o wyborze członków rady będących dyrektorami niewykonawczymi jest dokładna ocena posiadanych umiejętności i wiedzy fachowej. W związku z tym polityki zatrudnienia wskazujące konkretne umiejętności, których potrzebuje rada, mogłyby przyczynić się do tego, że rada będzie w stanie lepiej kontrolować spółkę.

<sup>19</sup> Warto tutaj zauważyć, że niektóre państwa członkowskie mają systemy przewidujące partycypację pracowników w radach.

<sup>20</sup> Publikacja „Enhancing stakeholder diversity in the Board room” wydana w ramach cyklu „The Erfurt meetings”, nr 1, marzec 2008 r., wydawnictwo European Citizens’ Seminars e.V. (Erfurt, Niemcy).

<sup>21</sup> Heidrick & Struggles „Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times” na podst. 371 wybranych najlepszych spółek z 13 państw (według odpowiedniej giełdy papierów wartościowych).

### 1.1.2. Międzynarodowy skład

W wybranej próbie dużych europejskich spółek giełdowych średnio 29 % członków rady było obcokrajowcami<sup>22</sup>. Pomiędzy państwami europejskimi występowały jednak duże różnice w tym zakresie. Najbardziej umiędzynarodowane rady napotkano w Holandii (54%), ale w Niemczech tylko 8% członków rady było obcokrajowcami. Nawet obecnie w 25 % dużych europejskich spółek giełdowych nie ma dyrektorów będących obcokrajowcami.

Niektóre spółki podkreślały, jak duże znaczenie mają zagraniczni członkowie rady w spółkach międzynarodowych, inne zwracały natomiast uwagę na trudności wynikające z różnic kulturowych i barier językowych. W spółkach, w których radach zasiadają obcokrajowcy, istnieje związek pomiędzy obecnością tych spółek w innych regionach, a międzynarodowym składem rady. Znajomość rynków regionalnych jest często wymieniana jako najważniejszy czynnik decydujący o wyborze zagranicznych członków rady.

### 1.1.3. Równowaga płci

Komisja przeanalizowała szczegółowo kwestię różnorodności płci w podejmowaniu decyzji gospodarczych w „Strategii na rzecz równości kobiet i mężczyzn 2010-2015”<sup>23</sup> z września 2010 r. oraz podjęła w związku z tą strategią działania następcze<sup>24</sup>. Zgodnie z danymi zebranymi przez Komisję kobiety stanowią obecnie średnio ok. 12% składu rad (nadzorczych) unijnych spółek giełdowych<sup>25</sup>. Dostępne są dowody potwierdzające, że wzrost liczby absolwentek szkół wyższych nie przekłada się na znaczący wzrost tego odsetka<sup>26</sup>. W wielu państwach członkowskich podjęto w związku z tym kroki w celu zapewnienia równowagi płci w radach albo istnieją tam takie plany<sup>27</sup>. Niektóre ankietowane przedsiębiorstwa wspomniały, że dzięki tego typu wymogom ich proces rekrutacji zyskał bardziej profesjonalny charakter.

Obecność obu płci w składzie rady może pozwolić uniknąć „myślenia stadnego”. Istnieją również dowody, że kobiety reprezentują odmienne style przywództwa<sup>28</sup>, uczestniczą w większej liczbie posiedzeń rady<sup>29</sup> i mają pozytywny wpływ na inteligencję zbiorową grupy<sup>30</sup>. Badania wskazują, że istnieje pozytywna korelacja pomiędzy odsetkiem kobiet w składzie rady a wynikami spółki<sup>31</sup>, chociaż całościowy wpływ kobiet na wyniki spółek stanowi na

---

<sup>22</sup> Zob. Heidrick & Struggles.

<sup>23</sup> Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Strategia na rzecz równości kobiet i mężczyzn 2010-2015”, COM(2010) 491 wersja ostateczna.

<sup>24</sup> Zob. szczegółowe informacje w dokumencie roboczym służb Komisji poświęconym równowadze płci w kierownictwie przedsiębiorstw, SEC(2011) 246, wersja ostateczna.

<sup>25</sup> Komisja Europejska, Baza danych dotycząca udziału kobiet i mężczyzn w procesie decyzyjnym <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

<sup>26</sup> Analiza McKinsey & Company z 2007 r. „Women matter”, 2010 r.

<sup>27</sup> Zob. powyższy dokument roboczy służb Komisji.

<sup>28</sup> Analiza McKinsey & Company z 2008 r. „Women matter”.

<sup>29</sup> Adams i Ferreira „Women in the boardroom and their impact on governance and performance” w *Journal of Financial Economics* nr 94 (2009).

<sup>30</sup> Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi i Malone „Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups”, *Scienceexpress*, 30 września 2010 r.

<sup>31</sup> Analiza McKinsey & Company z 2007 r. „Women matter”; „Female Leadership and Firm Profitability, Finnish Business and Policy Forum”, EVA 2007 r.; „The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity” w *Catalyst* z 2004 r.



pewno bardziej złożone zagadnienie<sup>32</sup>. Chociaż badania te nie dowodzą żadnego związku przyczynowego, korelacja ta uwidacznia zasadność zapewnienia równowagi płci w zarządzie i w procesie decyzyjnym spółek. Niezależnie od tego promowanie członkostwa kobiet w radach ma jeden niezaprzeczalnie pozytywny skutek, a mianowicie powiększa dostępną pulę osób przygotowanych do zajmowania najwyższych funkcji kierowniczych i nadzorczych w spółce. To z tego względu w „Strategii na rzecz równości kobiet i mężczyzn” podkreślono, że w ciągu następnych pięciu lat Komisja „poddaje refleksji inicjatywę zmierzającą do poprawy równowagi między obecnością kobiet i mężczyzn w procesie decyzyjnym”.

Wprowadzenie środków takich jak parytety lub cele ukierunkowane na zapewnienie równowagi płci w radach nie wystarczy jednak do osiągnięcia rezultatów, jeżeli spółki nie przyjmą polityk w zakresie różnorodności, które będą przyczyniać się do równowagi między życiem zawodowym i prywatnym kobiet i mężczyzn, a w szczególności sprzyjać będą mentoringowi, tworzeniu sieci kontaktów i odpowiednim szkoleniom przygotowującym do pełnienia funkcji kierowniczych, które to środki są niezbędne kobietom dążącym do uzyskania kwalifikacji pozwalających im zajmować stanowiska w radzie. Chociaż decyzje o wprowadzeniu takiej polityki zapewniającej różnorodność należą do spółek, to jednak rady powinny mieć co najmniej obowiązek poddawania tej kwestii pod obrady i ogłaszania podjętych decyzji. Komisja rozważy te kwestie w kontekście działań następczych związanych ze „Strategią na rzecz równości kobiet i mężczyzn 2010-2015” z września 2010 r. i niniejszą zieloną księgą.

Pytania:

- |     |   |
|-----|---|
| (4) | Czy polityka zatrudnienia powinna bardziej szczegółowo określać profil dyrektorów, w tym przewodniczącego, aby zapewnić posiadanie odpowiednich umiejętności przez dyrektorów oraz odpowiednio różnorodny skład rady? Jeżeli tak, w jaki sposób można najlepiej osiągnąć ten cel i na jakim poziomie zarządzania, tzn. krajowym, unijnym czy międzynarodowym? |
| (5) | Czy spółki giełdowe powinny mieć obowiązek informowania o posiadaniu polityki zapewniającej różnorodność składu rady, a jeżeli tak, czy powinny opisywać cele tej polityki, jej główne założenia oraz regularnie składać sprawozdania z jej realizacji?   |
| (6) | Czy spółki giełdowe powinny mieć obowiązek zapewniania większej równowagi płci w składzie rad? Jeżeli tak, to w jaki sposób?  |

## 1.2. Poświęcanie odpowiedniego czasu na obowiązki

Funkcje pełnione przez dyrektorów niewykonawczych stały się bardziej złożone i zyskały większe znaczenie. Zmiana ta znalazła odzwierciedlenie w wielu krajowych kodeksach ładu korporacyjnego, a nawet w przepisach prawa. Państwa członkowskie dążą do wprowadzenia zasady, zgodnie z którą dyrektorzy niewykonawczy powinni poświęcać dostatecznie dużo czasu na pełnienie swoich obowiązków. Niektóre państwa członkowskie poszły krok dalej i wprowadziły zalecenia lub ograniczenia dotyczące liczby stanowisk dyrektora niewykonawczego, które dana osoba może jednocześnie zajmować w radach.

Ograniczenie liczby jednocześnie zajmowanych stanowisk może stanowić proste rozwiązanie przyczyniające się do tego, że dyrektorzy niewykonawczy będą poświęcać odpowiedni czas

---

<sup>32</sup> Zob. Adams i Ferreira.

na kontrolowanie i nadzorowanie spółek, w których pełnią tę funkcję. Tego typu limity musiałyby uwzględniać indywidualną sytuację danego dyrektora niewykonawczego i danej spółki. Powinny one także uwzględniać takie kwestie jak: czy funkcja dyrektora niewykonawczego jest pełniona w przedsiębiorstwach niebędących przedsiębiorstwami kontrolowanymi lub należącymi do grupy kapitałowej<sup>33</sup>; czy dana osoba zajmuje także stanowiska dyrektora wykonawczego; czy dana funkcja obejmuje obowiązki zwykłego dyrektora niewykonawczego albo przewodniczenia radzie; oraz czy osoba ta zajmuje dodatkowe stanowiska w organach nadzorczych spółek, w przypadku których istnieją wymogi podobne do wymogów obowiązujących w spółkach giełdowych.

Pytanie:

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

### 1.3. Ocena rady

W zaleceniu Komisji z 2005 r. dotyczącym roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych<sup>34</sup> stwierdzono, że rada powinna corocznie oceniać swoją efektywność działania. Ocena taka powinna obejmować ocenę składu, organizacji i działania jako zespołu, uwzględniać ocenę kompetencji i efektywności działania poszczególnych członków rady i komisji rady oraz ocenę wyników pracy rady w świetle postawionych celów.

Systematyczne korzystanie z usług zewnętrznego podmiotu wspomagającego ten proces (np. co trzy lata) może ulepszyć proces oceny rady dzięki wnoszonemu przez niego obiektywizmowi i przekazywaniu najlepszych praktyk stosowanych w innych spółkach<sup>35</sup>. Wydaje się jednak, że na niektórych rynkach krajowych działa bardzo niewiele usługodawców tego typu. Większy popyt na ich usługi doprowadzi zapewne do zwiększenia oferty.

Informacje zgromadzone przez Komisję wskazują, że zewnętrzny podmiot oceniający wnosi faktyczną wartość dodaną do procesu oceny szczególnie w sytuacjach kryzysowych lub w warunkach załamania komunikacji pomiędzy członkami rady. Nastawienie przewodniczącego do procesu oceny wydaje się mieć kluczowe znaczenie dla jej powodzenia.

Oprócz zagadnień wymienionych w zaleceniu Komisji, ocena powinna obejmować także: jakość i aktualność informacji otrzymywanych przez radę, odpowiedzi zarządu na wnioski o dodatkowe wyjaśnienia oraz funkcję przewodniczącego<sup>36</sup>. Aby zachęcić do szczerych

---

<sup>33</sup> „Przedsiębiorstwo kontrolowane” zdefiniowane w art. 2 ust. 1 lit. f) dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE. Zob. także relację pomiędzy jednostką dominującą a jednostką zależną opisaną w art. 1 dyrektywy 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

<sup>34</sup> Zalecenie Komisji 2005/162/WE z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej).

<sup>35</sup> Zob. także m.in. publikację OECD „Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles”, 24 luty 2010 r., s. 20.

<sup>36</sup> Zob. Higgs, D. „Review of the role and effectiveness of non-executive directors”, styczeń 2003 r.

wypowiedzi, należy utrzymać pewien stopień poufności. Ewentualne ujawnienie wypowiedzi wartościujących powinno się zatem ograniczać do tych przypadków, gdy jest to konieczne w celu objaśnienia procesu oceny.

Pytanie:

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

#### 1.4. Wynagrodzenie dyrektorów

Koncepcja ładu korporacyjnego dotyczy głównie kwestii związanych z rozdziałem własności i kontroli, w szczególności relacji „mocodawca-przedstawiciel” pomiędzy akcjonariuszami a dyrektorami wykonawczymi. Wynagrodzenie dyrektorów było powszechnie wykorzystywane jako narzędzie przyczyniające się do zbliżenia interesów akcjonariuszy i dyrektorów wykonawczych, a dzięki temu także do ograniczenia kosztów przedstawicielstwa. W ostatnich latach zaczęto powszechniej stosować zmienne wynagrodzenie, którego wysokość zwykle uzależniona jest od osiąganych wyników i zakresu obowiązków. W tym samym czasie ujawnił się jednak także brak dopasowania pomiędzy wynikami pracy dyrektorów wykonawczych a ich wynagrodzeniem. Złe polityki wynagrodzeń i systemy motywacyjne mogą prowadzić do bezpodstawnego transferowania wartości ze spółek i od ich akcjonariuszy na rzecz dyrektorów wykonawczych. Co więcej, koncentrowanie się na kryteriach uwzględniających wyniki krótkoterminowe może mieć niekorzystny wpływ na długoterminową stabilność spółki.

Komisja wydała trzy zalecenia poświęcone problemom dotyczącym wynagrodzeń dyrektorów<sup>37</sup>. Jej najważniejsze zalecenia to: ujawnianie polityki wynagrodzeń oraz indywidualnych wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych; głosowanie akcjonariuszy w sprawie deklaracji ujawniającej politykę wynagrodzeń; niezależnie funkcjonująca komisja ds. wynagrodzeń; stosowanie odpowiednich zachęt, które przyczyniają się do dobrych wyników spółek giełdowych i budowania ich wartości w długim okresie. Sprawozdania Komisji<sup>38</sup> wykazują, że pewna liczba państw członkowskich nie posiada odpowiednich rozwiązań w tym zakresie. Z drugiej strony wydaje się, że coraz więcej państw członkowskich uchwała przepisy dotyczące ujawniania informacji i głosowań akcjonariuszy. W 2009 r. Europejskie Forum Ładu Korporacyjnego zaleciło wprowadzenie obowiązku ujawniania polityki wynagrodzeń i indywidualnych wynagrodzeń przez wszystkie spółki giełdowe<sup>39</sup>. Forum zaleciło także poddawanie polityki wynagrodzeń wiążącemu głosowaniu przez akcjonariuszy albo przynajmniej głosowaniu doradczemu, a także zwiększenie stopnia niezależności dyrektorów niewykonawczych zaangażowanych w kształtowanie polityki wynagrodzeń. Komisja przeprowadziła w tej sprawie konsultacje także w ramach zielonej księgi z 2010 r. „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych”<sup>40</sup>. Celem konsultacji

<sup>37</sup> Zalecenia Komisji 2004/913/WE, 2005/162/WE i (2009)/385/WE.

<sup>38</sup> Sprawozdania Komisji SEC (2007) 1022 i (2010)285.

<sup>39</sup> Oświadczenie Europejskiego Forum Ładu Korporacyjnego z dn. 23 marca 2009 r.

<sup>40</sup> Zob. pytanie 7.1. Respondenci byli zasadniczo zdania, że system zachęt dla dyrektorów powinien być właściwie skonstruowany, aby zachęcać ich do dążenia do wyników uwzględniających „zrównoważony” rozwój spółki i perspektywę długoterminową. Większość respondentów była jednak przeciwna wprowadzeniu środków ustawodawczych dotyczących struktury wynagrodzeń w spółkach giełdowych. Należy jednak wspomnieć, że niektórzy respondenci życzyli sobie większej przejrzystości polityk wynagrodzeń dyrektorów w spółkach giełdowych oraz głosowań akcjonariuszy.

ogłoszonej w niniejszej zielonej księdze jest otrzymanie odpowiedzi na poniższe szczegółowe pytania:

Pytania:

- (9) Czy należy wprowadzić obowiązek ujawniania polityki wynagrodzeń, rocznego sprawozdania w sprawie wynagrodzeń (informującego o sposobie realizacji polityki wynagrodzeń w poprzednim roku) oraz indywidualnych wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych?
- (10) Czy powinien istnieć obowiązek poddawania pod głosowanie akcjonariuszy polityki wynagrodzeń i sprawozdania w sprawie wynagrodzeń?

### 1.5. Zarządzanie ryzykiem

Wszystkie spółki, niezależnie od ich konkretnego obszaru działalności, mają do czynienia z wieloma różnymi rodzajami ryzyka zewnętrznego i wewnętrznego. Uwzględniając własną specyfikę (obszar działalności, wielkość, ekspozycje międzynarodowe, złożoność), powinny one opracować odpowiednie zasady dotyczące ryzyka, aby być nim w stanie skutecznie zarządzać. Niektóre spółki mogą napotykać na ryzyka, które mają znaczny wpływ na całe społeczeństwo: ryzyka związane ze zmianą klimatu<sup>41</sup>, zagrożenia dla środowiska (np. dramatyczne w skutkach wycieki ropy naftowej, do których dochodziło często w ostatnich dziesięcioleciach), zdrowie, bezpieczeństwo, prawa człowieka itp. Z kolei inne spółki są operatorami infrastruktury krytycznej, której awaria lub zniszczenie mogłyby mieć poważne skutki transgraniczne<sup>42</sup>. Działalność, która może się potencjalnie wiązać z tego typu ryzykiem, podlega jednak określonym przepisom sektorowym i jest kontrolowana przez właściwe organy. Biorąc pod uwagę wielość możliwych sytuacji, zaproponowanie uniwersalnego, odpowiedniego dla wszystkich typów spółek modelu zarządzania ryzykiem nie wydaje się możliwe. Niezwykle ważną kwestią jest jednak zapewnienie przez radę odpowiedniego nadzoru nad procesami zarządzania ryzykiem.

Aby polityka ryzyka była skuteczna i konsekwentna, musi być ona wyraźnie ustalona dla całej spółki „na samej górze”, tzn. powinna o niej zdecydować rada dyrektorów. Powszechnie uznaje się<sup>43</sup>, że to na radzie dyrektorów spoczywa główna odpowiedzialność za określenie profilu ryzyka danej spółki, odpowiednio do realizowanej przez nią strategii, a także ścisłe kontrolowanie tego profilu w celu upewnienia się o jego skuteczności.

Niektóre aspekty mogą się różnić ze względu na różnorodny charakter obowiązujących ram prawnych, np. w systemie dualistycznym i w systemie unistycznym, w którym istnieje jeden organ – rada dyrektorów. W każdym z tych przypadków nieodzowne jest jednak wyraźne określenie ról i obowiązków wszystkich stron uczestniczących w procesie zarządzania ryzykiem, tzn. rady, kadry kierowniczej wyższego szczebla i wszystkich pracowników zajmujących się ryzykiem. Opisy stanowisk muszą być udostępniane wewnątrz spółki i do wiadomości publicznej.

---

<sup>41</sup> Na przykład stopień, w jakim zmiana klimatu może wpłynąć na inwestycje spółki, skutki finansowe i inne skutki wynikające z regulacji dotyczących emisji gazów cieplarnianych.

<sup>42</sup> Strona internetowa UE poświęcona ochronie infrastruktury krytycznej:

[http://europa.eu/legislation\\_summaries/justice\\_freedom\\_security/fight\\_against\\_terrorism/jl0013\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm)

<sup>43</sup> Na podstawie ankiet przeprowadzonych przez Komisję.

Pytania:

- |  |
|--|
| <p>(11) Czy zgadzają się Państwo, że rada powinna zatwierdzać „profil ryzyka” spółki, brać za niego odpowiedzialność i komunikować go wyraźnie akcjonariuszom? Czy powyższe ustalenia dotyczące ujawnień powinny także obejmować najważniejsze powiązane ryzyka społeczne?</p> <p>(12) Czy zgadzają się Państwo, że rada powinna zapewnić skuteczność obowiązujących w spółce zasad dotyczących zarządzania ryzykiem oraz ich zgodność z profilem ryzyka spółki?</p> |
|--|

## 2. AKCJONARIUSZE

Rola akcjonariuszy w ładzie korporacyjnym została poruszona w opublikowanej w czerwcu 2010 r. zielonej księdze „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych”.

Wnioski płynące z zielonej księgi z czerwca 2010 r. wskazują, że brak dostatecznego zainteresowania akcjonariuszy sprawowaniem kontroli nad działaniami kierownictwa instytucji finansowych przyczynił się do niedostatecznego pociągania tego kierownictwa do odpowiedzialności i mógł ułatwić podejmowanie nadmiernego ryzyka w instytucjach finansowych. Okazało się, że w wielu przypadkach akcjonariusze byli zdania, że oczekiwane zyski usprawiedliwiają takie działania i w związku z tym niejako popierali podejmowanie nadmiernego ryzyka, zwłaszcza w postaci wysokiego lewarowania. Wynika to z faktu, że w przypadku powodzenia takiej strategii akcjonariusze czerpią pełne korzyści, natomiast odpowiedzialność za straty ponoszą tylko do wysokości swojego udziału, zatem w chwili gdy wartość posiadanych przez nich akcji spadnie do zera, dalsze straty ponoszą wierzyciele (jest to tzw. „ograniczona odpowiedzialność” akcjonariuszy).

Zachowanie akcjonariuszy instytucji finansowych w kontekście podejmowania nadmiernego ryzyka może stanowić szczególny przypadek, ponieważ działalność tych instytucji ma złożony charakter i nie jest łatwa do zrozumienia. Niemniej jednak informacje zebrane podczas przygotowywania niniejszej zielonej księgi wskazują, że ustalenia poczynione w ramach zielonej księgi z 2010 r. dotyczące braku zaangażowania akcjonariuszy i przyczyn tego stanu rzeczy pozostają w znacznym stopniu aktualne w odniesieniu do zachowań akcjonariuszy w spółkach giełdowych o rozproszonym akcjonariacie. W przypadku spółek, w których istnieje akcjonariusz główny czy też akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny, najważniejszym problemem wydaje się być zapewnienie dostatecznej ochrony (gospodarczych) interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Kolejne problemy to opisane poniżej przeszkody, na które mogą napotkać akcjonariusze mniejszościowi pragnący zaangażować się w sprawy spółki.

### 2.1. Brak odpowiedniego zaangażowania akcjonariuszy

Zaangażowanie akcjonariuszy rozumie się zasadniczo jako aktywne kontrolowanie spółek, angażowanie się w dialog z radą spółki, wykonywanie praw akcjonariuszy, w tym prawa głosu, oraz współpraca z innymi akcjonariuszami w razie konieczności zmiany sposobu zarządzania spółką, w którą dokonali inwestycji, w interesie budowania jej wartości w długim okresie. Chociaż zaangażowanie ze strony inwestorów krótkoterminowych może mieć także

pozytywne skutki<sup>44</sup>, panuje jednak przekonanie, że zaangażowanie akcjonariuszy polega na działaniu, które zwiększa stopę zwrotu dla akcjonariuszy w dłuższym okresie<sup>45</sup>. W związku z tym Komisja jest zdania, że zaangażowanie w sprawy spółki wykazują głównie inwestorzy długoterminowi<sup>46</sup>.

Niektóre przyczyny odpowiadające za brak zaangażowania akcjonariuszy omówiono w zielonej księdze z 2010 r. i nie będą one tutaj powtarzane. Część tych przyczyn np. koszty zaangażowania, trudna wycena stopy zwrotu z zaangażowania oraz niepewność dotycząca wyników zaangażowania, w tym zachowania „gapowicza”, wydają się dotyczyć większości inwestorów instytucjonalnych<sup>47</sup>. W zielonej księdze z 2010 r. Komisja postawiła także pytanie, czy inwestorzy instytucjonalni, w tym właściciele aktywów i zarządzający aktywami, powinni mieć obowiązek publikowania swoich polityk w zakresie głosowania oraz protokołów z głosowań. Znaczna większość respondentów opowiedziała się za takim przepisem. W ich opinii tego typu publiczne ujawnienie zwiększy świadomość inwestorów, zoptymalizuje decyzje inwestycyjne ostatecznych inwestorów, ułatwi dialog emitentów z inwestorami i zachęci akcjonariuszy do angażowania się w sprawy spółki. W związku z tym Komisja rozważa obecnie m.in. uregulowania dotyczące przejrzystości w polityce głosowań i ujawniania ogólnych informacji na temat realizacji tej polityki, przestrzegając jednocześnie zasady równego traktowania akcjonariuszy.

## 2.2. Szkodliwa perspektywa krótkoterminowa na rynkach kapitałowych

Najważniejsze zmiany zachodzące w ostatnich latach na rynkach kapitałowych, w tym produkty innowacyjne i przełomy techniczne, służyły głównie kształtowaniu funkcji tradingowej rynków kapitałowych i miały na celu przyspieszenie i usprawnienie zawierania transakcji. Wydaje się, że innowacje takie jak transakcje wysokich częstotliwości i automatyczne systemy transakcyjne zwiększyły płynność, przyczyniając się jednocześnie do skrócenia średniego okresu posiadania akcji. W przeciągu dwóch ostatnich dekad horyzonty inwestycyjne uległy znacznemu skróceniu. Roczne obroty na głównych giełdach akcji sięgają obecnie 150% łącznej kapitalizacji rynkowej, z czego wynika, że średni horyzont czasowy pozycji wynosi osiem miesięcy.

W tym samym czasie upowszechniły się usługi pośrednictwa inwestycyjnego, co zwiększyło wagę relacji „mocodawca-przedstawiciel” pomiędzy długoterminowymi inwestorami a podmiotami zarządzającymi ich aktywami. Padały również opinie, że relacja ta przyczynia się w rzeczywistości do szkodliwej perspektywy krótkoterminowej na rynku, która może prowadzić do nieprawidłowej wyceny, zachowań stadnych, większej zmienności, a także braku nadzoru właścicielskiego w spółkach giełdowych. Problem ten omówiono w pkt 2.3.

---

<sup>44</sup> Na przykład zaangażowanie ze strony inwestorów instytucjonalnych, o typowo krótkoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, takich jak „bardzo czynne” fundusze hedgingowe, może mieć pozytywne skutki, ponieważ może przyspieszyć zmianę sposobu zarządzania spółką i zwiększyć świadomość pozostałych akcjonariuszy.

<sup>45</sup> Zob. brytyjski kodeks zarządcy (Stewardship Code).

<sup>46</sup> Inwestorzy mający długoterminowe zobowiązania wobec swoich beneficjentów np. fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, państwowe fundusze rezerw emerytalnych i państwowe fundusze majątkowe.

<sup>47</sup> Do celów niniejszej zielonej księgi termin „inwestor instytucjonalny” jest rozumiany szeroko, tzn. jako każda instytucja, która zajmuje się profesjonalnie inwestycjami (w tym również) w imieniu klientów i beneficjentów.

Niektórzy inwestorzy uskarżali się ponadto na fakt, że obowiązujące regulacje sprzyjają szkodliwej perspektywie krótkoterminowej, co utrudnia inwestorom długoterminowym m.in. przyjmowanie strategii inwestycyjnych obejmujących dłuższy horyzont czasowy. Podczas wstępnych konsultacji Komisji z zainteresowanymi stronami stwierdzono, że przepisy dotyczące wypłacalności i rachunkowości funduszy emerytalnych, mające w założeniu sprzyjać większej przejrzystości i skuteczniejszej wycenie rynkowej, przynoszą niezamierzone skutki tego typu.

Pytanie:

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

### **2.3. Relacja „mocodawca-przedstawiciel” pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a zarządzającymi aktywami**

Komisja zdaje sobie sprawę, że nie wszyscy inwestorzy muszą angażować się w spółki, w które dokonali inwestycji. Inwestorzy mają swobodę wyboru i mogą się zdecydować na model inwestycji krótkoterminowej niewiążący się z takim zaangażowaniem.

Relacja „mocodawca-przedstawiciel” pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi (właścicielami aktywów) a podmiotami zarządzającymi ich aktywami przyczynia się do narastania na rynkach kapitałowych szkodliwej perspektywy krótkoterminowej i do nieprawidłowej wyceny<sup>48</sup>. Kwestia ta ma szczególne znaczenie w kontekście bierności akcjonariuszy nastawionych na horyzont długoterminowy.

#### *2.3.1. Szkodliwa perspektywa krótkoterminowa a umowy o zarządzanie aktywami*

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

Wielu respondentów odpowiadających na zieloną księgę z czerwca 2010 r.<sup>49</sup> opowiedziało się za zwiększeniem obowiązków informacyjnych dotyczących systemów motywacyjnych dla

---

<sup>48</sup> Paul Woolley „Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy” w „The Future of Finance: The LSE Report,” 2010 r.

<sup>49</sup> Za wprowadzeniem większej przejrzystości opowiedzieli się głównie inwestorzy, zarządzający aktywami, sektor usług finansowych i wysoko wykwalifikowani specjaliści od spraw biznesu.

zarządzających aktywami. Nasuwa się zatem pytanie, czy należy wprowadzić dodatkowe środki, aby lepiej dostosować interesy długoterminowych inwestorów instytucjonalnych i zarządzających aktywami (np. poprzez ustalenie zbioru zasad inwestycyjnych).

Pytanie:

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

### 2.3.2. *Brak przejrzystości w sprawie wykonywania obowiązków powierniczych*

Większa przejrzystość dotycząca wykonywania obowiązków powierniczych przez zarządzających aktywami, w tym ich strategii inwestycyjnych, kosztów wiążących się z wymianą składu portfela inwestycyjnego (obrotu portfelem), informacji o tym, czy stopa obrotu portfelem jest zgodna z uzgodnioną strategią, kosztami i korzyściami związanymi z zaangażowaniem się w sprawy spółki itp., mogłaby rzucić więcej światła na faktyczne korzyści, jakie działania zarządzających aktywami przynoszą inwestorom długoterminowym, i na skuteczność tych działań z punktu widzenia budowania, w imieniu inwestorów, długoterminowej wartości spółki.

Oprócz tego pożyteczne mogłyby być informacje ze strony właściciela aktywów o oczekiwaniach od zarządzającego aktywami stopniu i zakresie zaangażowania w spółki, w które dokonywane są inwestycje, a także sprawozdania zarządzającego aktywami dotyczące tego zaangażowania<sup>50</sup>.

Większa przejrzystość w tych kwestiach mogłaby pomóc inwestorom instytucjonalnym w lepszym monitorowaniu przedstawicieli działających w ich imieniu i w ten sposób zwiększyć ich wpływ na proces inwestycyjny. Dzięki skuteczniejszemu monitorowaniu przedstawicieli długoterminowi inwestorzy instytucjonalni mogliby podjąć decyzję o renegotjowaniu umów o zarządzanie, tak aby wprowadzić ograniczenia dotyczące stopy obrotu portfela i żądać od zarządzających ich aktywami większego zaangażowania w spółki, w które dokonywane są inwestycje<sup>51</sup>.

Pytanie:

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

---

<sup>50</sup> Zob. również punkt 7.3.4 konsultacji społecznych w sprawie przeglądu dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (Mifid): [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf).

<sup>51</sup> W dniu 31 stycznia 2010 r. Komitet ICGN ds. Obowiązków Akcjonariuszy opublikował zaproszenie do przedstawiania dowodów dotyczących standardowych warunków umów pomiędzy właścicielami aktywów a zarządzającymi funduszami: [http://www.icgn.org/policy\\_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/](http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/).



## 2.4. Inne potencjalne przeszkody utrudniające zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych

### 2.4.1. Konflikty interesów

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

Pytanie:

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

### 2.4.2. Przeszkody utrudniające współpracę między akcjonariuszami

Inwestorzy indywidualni, w szczególności inwestorzy mający zdywersyfikowane portfele inwestycyjne, nie zawsze są w stanie skutecznie angażować się w sprawy spółki. Współpraca pomiędzy akcjonariuszami może przyczynić się do większej skuteczności takich działań.

Wielu respondentów odpowiadających na zieloną księgę z 2010 r. zaproponowało zmianę obowiązujących przepisów UE dotyczących działania „w porozumieniu”, które mogą utrudnić skuteczną współpracę między akcjonariuszami. Komisja uznaje, że jaśniejsze i bardziej jednolite przepisy dotyczące działania „w porozumieniu” byłyby faktycznie przydatne w kontekście tej współpracy. Przedstawiono także inne propozycje mające na celu ułatwienie współpracy akcjonariuszy: część respondentów zaproponowała utworzenie forów współpracy akcjonariuszy, inne propozycje dotyczyły stworzenia unijnego systemu przekazywania pełnomocnictw, w ramach którego spółki giełdowe musiałyby oferować na swoich stronach internetowych specjalną usługę umożliwiającą akcjonariuszom umieszczanie informacji na temat poszczególnych punktów porządku obrad i zbieranie pełnomocnictw od innych akcjonariuszy.

Niektórzy inwestorzy wspominali, że głosowanie transgraniczne nadal wiąże się z problemami i ustawodawstwo UE powinno temu przeciwdziałać. Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy znacznie poprawiła sytuację w tym zakresie. Ze względu na opóźnienie wielu państw członkowskich w jej transpozycji faktyczne korzyści płynące z tej dyrektywy dla indywidualnych inwestorów ostatecznych można jednak dostrzec dopiero teraz. Oprócz tego wydaje się, że istnieją problemy z faktycznym przekazywaniem ważnych informacji w ramach łańcucha komunikacji pomiędzy emitentem a akcjonariuszem, przede wszystkim w relacjach transgranicznych. Komisja wie o tych trudnościach i zbada je w ramach swoich prac nad harmonizacją przepisów dotyczących papierów wartościowych.

Pytanie:

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

## 2.5. Doradcy inwestorów w sprawie głosowania

Inwestorzy instytucjonalni z bardzo zdywersyfikowanymi portfelami akcji napotykają na praktyczne trudności w podejmowaniu świadomych decyzji w sprawie głosowania nad poszczególnymi punktami porządku obrad walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółek, w które zainwestowali. Korzystają oni w związku z tym często z usług doradczych dotyczących m.in. sposobu głosowania, głosowania przez pełnomocnika czy ratingów oceniających przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego w spółce. W rezultacie doradcy ci mają znaczny wpływ na głosowanie. Padały także opinie, że w przypadku inwestycji w spółki zagraniczne inwestorzy instytucjonalni zdają się na doradztwo częściej niż w przypadku inwestycji w spółki działające na ich własnym rynku. W rezultacie wpływ doradców byłby większy na rynkach, na których jest wielu inwestorów międzynarodowych.

Wpływ, jaki posiadają doradcy, budzi pewne zaniepokojenie. Podczas przygotowywania niniejszej zielonej księgi inwestorzy i spółki, w które dokonywane są inwestycje, wyrazili obawę, że doradcy inwestorów nie są dostatecznie przejrzysti, jeżeli chodzi o metody, w oparciu o które przygotowują oni swoje porady. Jeżeli chodzi o bardziej szczegółowe kwestie, wyrażane są opinie, że metody analityczne nie uwzględniają specyficznego charakteru danej spółki ani krajowego ustawodawstwa czy też najlepszych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego. Kolejną kwestią budzącą zaniepokojenie jest fakt, że doradcy inwestorów mogą popadać w konflikt interesów. Konflikt interesów może powstać, gdy doradca inwestora działa jednocześnie jako konsultant w sprawie ładu korporacyjnego na rzecz spółek, w które dokonywane są inwestycje. Kolejnym źródłem konfliktu interesów jest sytuacja, gdy doradca inwestora doradza jednocześnie w sprawie wniosków dotyczących uchwał akcjonariuszy przygotowywanych przez jego klienta lub klientów. Pewne zaniepokojenie budzą ponadto brak konkurencji w tym sektorze oraz wynikające stąd potencjalne problemy dotyczące jakości doradztwa i jego przydatności z punktu widzenia potrzeb inwestora.

Pytania:

- (18) Czy prawo unijne powinno zobowiązywać doradców inwestorów w sprawie głosowania do większej przejrzystości np. jeżeli chodzi o stosowane przez nich metody analityczne, konflikty interesów albo politykę zarządzania konfliktami interesów oraz czy powinni oni stosować kodeks postępowania? Jeżeli tak, w jaki sposób można najlepiej osiągnąć ten cel?
- (19) Czy są Państwo zdania, że konieczne są inne środki (ustawodawcze) np. ograniczenie możliwości jednoczesnego świadczenia przez doradców usług na rzecz inwestora w związku z głosowaniem i usług konsultingowych na rzecz spółek, w które dokonano inwestycji?

## 2.6. Identyfikacja akcjonariuszy

Niedawno pojawiły się żądania dotyczące podjęcia przez UE działań w celu zwiększenia poziomu przejrzystości informacji o inwestorach<sup>52</sup> dostępnych emitentom akcji<sup>53</sup>. Zwolennicy tych działań twierdzą, że środki pozwalające zidentyfikować akcjonariuszy umożliwią emitentom podjęcie dialogu z akcjonariuszami, w szczególności w kwestiach ładu korporacyjnego. Rozwiązanie to mogłoby także zwiększyć zaangażowanie akcjonariuszy w spółki, w które inwestują<sup>54</sup>. Około dwóch trzecich państw członkowskich przyznało już emitentom prawo do poznania tożsamości akcjonariuszy krajowych<sup>55</sup>. Oprócz tego w dyrektywie w sprawie przejrzystości<sup>56</sup> i w powiązanych z nią krajowych środkach wdrażających przewidziano pewien stopień przejrzystości informacji na temat pakietów akcji, których wielkość przekracza określone wartości progowe<sup>57</sup>.

Istnieją także strony przeciwne żądaniu stworzenia europejskiego narzędzia umożliwiającego identyfikację akcjonariuszy. W ich opinii nowoczesne środki komunikacji sprawiają, że informowanie akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów o kwestiach ładu korporacyjnego oraz zasięganie ich opinii stało się bardzo proste. Kierownictwo spółki może ponadto wykorzystać większą wiedzę na temat akcjonariuszy do obrony przed ich zarzutami dotyczącymi sposobu prowadzenia działalności spółki. W niektórych państwach członkowskich może także istnieć potrzeba uwzględnienia przepisów dotyczących ochrony danych osobowych, które zakazują pośrednikom przekazywania emitentom informacji o akcjonariuszach.

Pytanie:

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

<sup>52</sup> Bardziej szczegółowe informacje znajdują Państwo w dokumencie roboczym służb Komisji „Przegląd działania dyrektywy 2004/109/WE: nowe zagadnienia” uzupełniającym sprawozdanie Komisji dla Rady, Parlamentu Europejskiego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów w sprawie działania dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, SEC(2009) 611, s. 88-94.

<sup>53</sup> Kwestię tę poruszono także w zielonej księdze „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń”, COM(2010) 284, ale odnosiła się ona wyłącznie do instytucji finansowych.

<sup>54</sup> Komisja zwróciła już uwagę na ryzyko nadużyć związanych z egzekwowaniem prawa głosu na walnym zgromadzeniu przez osoby niezainteresowane długoterminową sytuacją spółki („empty voting”) w swojej konsultacji dotyczącej dyrektywy w sprawie przejrzystości. Wyniki tej konsultacji wskazują, że problem miał związek ze zjawiskiem „pożyczania” akcji tuż przed datą ustalenia praw z akcji w celu uzyskania przysługujących z nich praw głosu (tzw. „record date capture”).

<sup>55</sup> Więcej informacji znajdują Państwo w analizie rynkowej europejskich systemów przejrzystości informacji o akcjonariuszach przygotowanej 9 grudnia 2010 r. przez powołaną w ramach EBC grupę zadaniową T2S ds. przejrzystości informacji o akcjonariuszach: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

<sup>56</sup> Dyrektywa 2004/109/WE.

<sup>57</sup> W ramach planowanej na 2011 r. zmiany dyrektywy w sprawie przejrzystości Komisja przewiduje oprócz tego wprowadzenie wymogu dotyczącego obowiązku ujawnienia informacji o „pozycjach dłużych” mających podobne skutki gospodarcze jak posiadanie akcji.

instrumentu, częstotliwości udostępniania informacji, poziomu szczegółowości i alokacji kosztów).

## 2.7. Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych

Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych jest istotna w kontekście roli akcjonariuszy w ładzie korporacyjnym z wielu względów.

Jeżeli w spółce istnieje akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny (a jest to dominujący model ładu korporacyjnego w Europie), akcjonariuszom mniejszościowym nie jest łatwo zaangażować się w sprawy spółki. Nasuwa się w związku z tym pytanie, czy w przypadku tych spółek działa skutecznie podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij”, zwłaszcza w przypadkach gdy nie jest zagwarantowana odpowiednia ochrona akcjonariuszy mniejszościowych.

Kolejną kwestią jest to, czy obowiązujące przepisy UE dostatecznie chronią prawa akcjonariuszy mniejszościowych przed możliwymi nadużyciami ze strony akcjonariusza posiadającego pakiet kontrolny (lub ze strony kierownictwa).

### 2.7.1. *Możliwości zaangażowania się i funkcjonowanie podejścia „przestrzegaj lub wyjaśnij” w przypadkach gdy istnieje akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny lub akcjonariusz główny*

Zaangażowanie się akcjonariuszy mniejszościowych może być szczególnie trudne w spółkach, w których istnieje akcjonariusz z pakietem kontrolnym albo akcjonariusz główny, który to akcjonariusz jest również zwykle reprezentowany w radzie. Trudności w skutecznym reprezentowaniu własnych interesów przez akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach, w których istnieje akcjonariusz z pakietem kontrolnym, lub wręcz niezdolność do reprezentowania tych interesów, mogą poważnie ograniczać skuteczność mechanizmu „przestrzegaj lub wyjaśnij”. Aby zwiększyć prawa akcjonariuszy, niektóre państwa członkowskie (np. Włochy) zastrzegają pewną liczbę miejsc w radzie dla akcjonariuszy mniejszościowych.

Pytanie:

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

### 2.7.2. *Ochrona przed możliwymi nadużyciami*

Akcjonariusze mający pakiety kontrolne i/lub rada mają wiele możliwości czerpania ze spółki korzyści w sposób naruszający interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Najczęściej ma to miejsce poprzez transakcje z jednostkami powiązanymi.

Obecnie obowiązujące przepisy UE uwzględniają już niektóre aspekty transakcji z jednostkami powiązanymi, przede wszystkim w kontekście rachunkowości i ujawniania informacji. Spółki mają obowiązek umieszczać w swoich rocznych sprawozdaniach informację dodatkową o transakcjach zawartych z jednostkami powiązanymi, podając wysokość i charakter transakcji oraz inne niezbędne informacje<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> Zob. art. 43 ust. 1 pkt 7b czwartej dyrektywy Rady 78/660/EWG z dnia 25 lipca 1978 r. opartej na art. 54 ust. 3 lit. g) Traktatu w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek oraz art. 34 ust. 7b siódmej dyrektywy Rady 83/349/EWG z dnia 13 czerwca 1983 r. opartej na art. 54 ust. 3 lit. g) Traktatu w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Niemniej jednak niektórzy inwestorzy, z którymi Komisja rozmawiała podczas przygotowywania niniejszej zielonej księgi, twierdzili, że przepisy te nie są wystarczające. Są oni zdania, że ujawnianie transakcji z jednostkami powiązanymi w niektórych sytuacjach nie jest dostatecznym środkiem i że ujawnienia takie nie zawsze są dokonywane na czas.

Zaproponowano<sup>59</sup>, aby powyżej pewnego progu rada musiała wyznaczać niezależnego eksperta, który przedstawiałby akcjonariuszom mniejszościowym swoją bezstronną opinię na temat warunków, na jakich zawierane są transakcje z jednostkami powiązanymi. Transakcje z jednostkami powiązanymi o znacznej wartości wymagałyby zatwierdzenia przez walne zgromadzenie. Ze względu na publiczny charakter walnych zgromadzeń akcjonariusze posiadający pakiety kontrolne mogliby być mniej skłonni do zawierania pewnych transakcji, a akcjonariusze mniejszościowi zyskaliby możliwość wyrażenia sprzeciwu wobec uchwały zatwierdzającej daną transakcję. Niektóre strony proponują wykluczenie akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny z głosowania.

Pytanie:

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

## 2.8. Akcjonariat pracowniczy

Interes pracowników w zachowaniu długoterminowej stabilności spółki, dla której pracują, stanowi element, który należy uwzględnić w ramach ładu korporacyjnego. Zaangażowanie pracowników w sprawy spółki może przybrać formę informowania, konsultowania i udziału w radzie. Może ono jednak także wiązać się z pewnymi formami zaangażowania finansowego, szczególnie akcjonariatu pracowniczego. W niektórych krajach europejskich akcjonariat pracowniczy ma długą tradycję<sup>60</sup>. Za cele tego typu programów uważa się przede wszystkim zwiększenie zaangażowania i motywacji pracowników, wzrost produktywności i zmniejszenie napięć społecznych. Akcjonariat pracowniczy niesie jednak ze sobą pewne ryzyko wynikające z braku dywersyfikacji: w przypadku upadłości spółki, pracownicy będący akcjonariuszami mogą stracić nie tylko swoje stanowisko pracy, ale także oszczędności. Pracownicy będący inwestorami mogliby jednak odgrywać istotną rolę, ponieważ zwiększyłoby liczbę akcjonariuszy nastawionych na długoterminową inwestycję.

Pytanie:

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

---

<sup>59</sup> Zob. oświadczenie Europejskiego Forum Ładu Korporacyjnego dotyczące praw akcjonariuszy mniejszościowych.

<sup>60</sup> Komunikat w sprawie ram wspierających udział finansowy pracowników, COM 2002(364); IV raport PEPPER z 2008 r. „Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union”.

### **3. RAMY PODEJŚCIA „PRZESTRZEGAJ ALBO WYJAŚNIJ” – MONITOROWANIE I WDRAŻANIE KODEKSÓW ŁADU KORPORACYJNEGO**

Ankiety przeprowadzone w spółkach i wśród inwestorów wykazują, że większość z nich uważa podejście „przestrzegaj albo wyjaśnij” za narzędzie odpowiednie do potrzeb ładu korporacyjnego. Zgodnie z podejściem „przestrzegaj lub wyjaśnij” spółka, która zdecyduje się odstąpić od zaleceń przewidzianych w kodeksie ładu korporacyjnego, musi podać szczegółowe i konkretne powody, dla których to uczyniła. Jego główną zaletą jest elastyczność, ponieważ umożliwia ono spółkom dostosowanie praktyk w zakresie ładu korporacyjnego do własnej indywidualnej sytuacji (do wielkości, struktury akcjonariatu i specyfiki danego sektora działalności). Uważa się także, że podejście to – zachęcając spółki do refleksji nad adekwatnością własnych praktyk ładu korporacyjnego oraz stawiając przed nimi cel do osiągnięcia – sprawia, że stają się one bardziej odpowiedzialne. Podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij” jest w związku z tym mocno popierany przez organy regulacyjne, spółki i inwestorów, co ujawniło opublikowane jesienią 2009 r. badanie dotyczące systemów monitorowania i egzekwowania kodeksów ładu korporacyjnego w państwach członkowskich<sup>61</sup>.

Niemniej jednak powszechne wprowadzenie w UE podejścia „przestrzegaj lub wyjaśnij” napotyka na trudności. Powyższe badanie ujawniło poważne luki dotyczące stosowania podejścia „przestrzegaj lub wyjaśnij”, które ograniczają skuteczność unijnych ram ładu korporacyjnego i użyteczność tego systemu. Dlatego też wydaje się konieczne wprowadzenie pewnych zmian ulepszających stosowanie kodeksów ładu korporacyjnego. Rozwiązania te nie mogą zmieniać podstawowych zasad podejścia „przestrzegaj lub wyjaśnij”, ale powinny usprawnić jego funkcjonowanie dzięki lepszej wartości informacyjnej sprawozdań. Niemniej jednak rozwiązania te pozostają bez uszczerbku dla ewentualnych środków mających na celu wzmocnienie niektórych wymogów na poziomie UE poprzez włączenie ich do prawodawstwa, zamiast wydawania zaleceń.

#### **3.1. Lepsze wyjaśnienia w oświadczeniach dotyczących ładu korporacyjnego**

Zgodnie z wspomnianym powyżej badaniem ogólna jakość oświadczeń w sprawie ładu korporacyjnego składanych przez spółki odstępujące od zaleceń przewidzianych w kodeksach ładu korporacyjnego jest niedostateczna. Inwestorzy kierują się tymi wyjaśnieniami przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i dokonywaniu oceny wartości spółki. Powyższe badanie wykazało jednak, że w 60% przypadków spółki, które odstąpiły od zaleceń, nie wskazały dostatecznego uzasadnienia tej decyzji. Spółki te albo stwierdzały po prostu, że odstąpiły od zaleceń, nieprzedstawiając żadnych dodatkowych wyjaśnień, albo podając tylko ogólne lub niepełne wyjaśnienie.

W wielu państwach członkowskich dostrzegalne są już powolne, ale stałe postępy w tej dziedzinie. Spółki uczą się, w jaki sposób przedstawiać lepsze wyjaśnienia dzięki działaniom edukacyjnym organów publicznych lub prywatnych (organów ds. rynku finansowego, giełd papierów wartościowych, izb handlowych itp.). Dalszą poprawę można by jednak osiągnąć dzięki wprowadzeniu bardziej szczegółowych wymogów dotyczących informacji, które mają być publikowane przez spółki odstępujące od zaleceń. Wymogi te powinny być jasne i

---

<sup>61</sup> Badanie dotyczące praktyk w zakresie monitorowania i egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w państwach członkowskich dostępne pod adresem [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm). [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm)

precyzyjne – obecne trudności wynikają często z faktu niezrozumienia, jakiego rodzaju wyjaśnienia są wymagane.

Dobrym przykładem precyzyjnego wymogu dotyczącego spółek jest szwedzki kodeks ładu korporacyjnego, zgodnie z którym „w sprawozdaniu dotyczącym ładu korporacyjnego spółka ma obowiązek wyraźnie wskazać zasady kodeksu, do których się nie zastosowała, wyjaśnić przyczyny każdego przypadku takiego odstąpienia oraz opisać rozwiązanie przyjęte w miejsce zasad kodeksu”<sup>62</sup>. Wymóg, aby spółki nie tylko ujawniały przyczyny odstąpienia od danego zalecenia, ale także podawały szczegółowy opis przyjętego w jego miejsce rozwiązania, wydaje się być rzeczywiście uzasadniony.

### 3.2. Lepsze monitorowanie ładu korporacyjnego

Publikowane przez spółki oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego nie wydają się być w odpowiedni sposób monitorowane. W większości państw członkowskich odpowiedzialność za egzekwowanie obowiązku publikacji spoczywa na inwestorach, którzy często zachowują się biernie, co bywa uwarunkowane kulturą i tradycjami panującymi w ich państwie członkowskim. Organy zajmujące się rynkiem finansowym, giełdy papierów wartościowych i inne organy monitorujące działają w odmiennych ramach prawodawczych i wypracowały odmiennie praktyki. W większości wypadków pełnią one czysto formalną funkcję, ograniczającą się do sprawdzenia faktu opublikowania oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Tylko nieliczne państwa członkowskie wymagają, aby organy publiczne lub inne wyspecjalizowane organy sprawdzały kompletność dostarczanych informacji (w szczególności podane wyjaśnienia).

Podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij” działałoby znacznie bardziej skutecznie, gdyby organy monitorujące takie jak organy regulacyjne ds. papierów wartościowych, giełdy papierów wartościowych lub inne organy<sup>63</sup> były uprawnione do sprawdzania, czy dostępne informacje (w szczególności wyjaśnienia) mają odpowiednią wartość informacyjną i są odpowiednio obszerne. Organy te nie powinny jednak ingerować w treść ujawnianych informacji ani oceniać rozwiązań zastosowanych przez spółkę. Organy mogłyby podawać wyniki działań monitorujących do wiadomości publicznej, aby zwrócić uwagę na najlepsze praktyki i zachęcać spółki do całkowitej przejrzystości. Możliwe jest także przewidzenie oficjalnych sankcji w przypadku najpoważniejszych naruszeń obowiązków<sup>64</sup>.

Do poprawy monitorowania mogłoby przyczynić się nadanie oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego statusu „informacji regulowanych” w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. k) dyrektywy 2004/109/WE, a tym samym włączenie go w zakres uprawnień właściwego organu krajowego, o których mowa w art. 24 ust. 4 tej dyrektywy.

Jeżeli chodzi o różne praktyki przyjęte przez organy monitorujące, istnieją duże możliwości ulepszenia i rozszerzenia obecnej wymiany najlepszych praktyk.

---

<sup>62</sup> Zob. pkt 10.2 <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>.

<sup>63</sup> W niniejszej zielonej księdze nie jest omawiana funkcja biegłych rewidentów, ponieważ konsultacja w sprawie funkcji badań wymaganych ustawowo została otwarta na podstawie osobnej zielonej księgi, dostępnej pod adresem [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_pl.pdf).

<sup>64</sup> Jak ma to miejsce na przykład w Hiszpanii — zob. Badanie dotyczące praktyk w zakresie monitorowania i egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w państwach członkowskich, s. 63.



Pytania:

- |  |
|--|
| <p>(24) Czy zgadzają się Państwo, że spółki odstępujące od zaleceń kodeksów ładu korporacyjnego powinny mieć obowiązek przedstawienia szczegółowych wyjaśnień dotyczących takich odstępstw oraz opisanie przyjętych przez nie alternatywnych rozwiązań?</p> <p>(25) Czy zgadzają się Państwo, że organy monitorujące powinny być uprawnione do sprawdzania wartości informacyjnej wyjaśnień zawartych w oświadczeniach o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego i do żądania od spółek, w razie takiej potrzeby, uzupełnienia przedstawionych wyjaśnień? Jeżeli tak, jaka dokładnie powinna być rola organów monitorujących?</p> |
|--|

#### 4. DALSZE DZIAŁANIA

Państwa członkowskie, Parlament Europejski, Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny i inne zainteresowane strony proszone są o przedstawienie opinii na temat propozycji zawartych w niniejszej zielonej księdze. Opinie należy przesyłać Komisji w terminie do dnia 22 lipca 2011 r. na następujący adres: [markt-complaw@ec.europa.eu](mailto:markt-complaw@ec.europa.eu). W następstwie publikacji niniejszej zielonej księgi oraz w oparciu o otrzymane opinie Komisja podejmie decyzję co do kierunku dalszych działań. Każdy przyszły wniosek ustawodawczy lub wniosek o charakterze nieustawodawczym będzie poprzedzony pogłębioną oceną skutków, w której uwzględniona zostanie potrzeba zapobiegania nakładaniu na spółki nieproporcjonalnych obciążeń administracyjnych.

Otrzymane opinie zostaną opublikowane w internecie. Prosimy koniecznie zapoznać się z dołączonym do niniejszej zielonej księgi szczegółowym oświadczeniem w sprawie ochrony prywatności, zawierającym informacje na temat przetwarzania danych osobowych respondentów i treści nadesłanych odpowiedzi.

## Załącznik 1: Wykaz pytań

### Pytania ogólne

- (1) Czy unijne środki w zakresie ładu korporacyjnego powinny uwzględniać wielkość spółek giełdowych? W jaki sposób? Czy należy ustanowić zróżnicowane, proporcjonalne zasady w odniesieniu do małych i średnich spółek giełdowych? Jeżeli tak, czy istnieją odpowiednie definicje lub progi? Jeżeli tak, odpowiadając na poniższe pytania, proszę zaproponować, w jaki sposób można dostosować te definicje i progi (w odpowiednich przypadkach) na potrzeby MŚP.
- (2) Czy na poziomie UE należy podjąć środki w zakresie ładu korporacyjnego w odniesieniu do spółek nienotowanych na rynku regulowanym? Czy UE powinna skupić się na wspieraniu rozwoju i stosowania dobrowolnych kodeksów dla spółek nienotowanych na rynku regulowanym?

### Rady dyrektorów

- (3) Czy UE powinna dążyć do zapewnienia wyraźnego rozdziału funkcji i obowiązków przewodniczącego rady dyrektorów i dyrektora generalnego?
- (4) Czy polityka zatrudnienia powinna bardziej szczegółowo określać profil dyrektorów, w tym przewodniczącego, aby zapewnić posiadanie odpowiednich umiejętności przez dyrektorów oraz odpowiednio różnorodny skład rady? Jeżeli tak, w jaki sposób można najlepiej osiągnąć ten cel i na jakim poziomie zarządzania, tzn. krajowym, unijnym czy międzynarodowym?
- (5) Czy spółki giełdowe powinny mieć obowiązek informowania o posiadaniu polityki zapewniającej różnorodność składu rady, a jeżeli tak, czy powinny opisywać cele tej polityki, jej główne założenia oraz regularnie składać sprawozdania z jej realizacji?
- (6) Czy spółki giełdowe powinny mieć obowiązek zapewniania większej równowagi płci w składzie rad? Jeżeli tak, to w jaki sposób?
- (7) Czy jest Pan/Pani zdania, że na szczeblu UE powinien istnieć środek ograniczający liczbę stanowisk dyrektora niewykonawczego, które może jednocześnie zajmować jedna osoba? Jeśli tak, w jaki sposób należy sformułować takie ograniczenie?
- (8) Czy spółki giełdowe należy zachęcać do przeprowadzania zewnętrznej oceny w regularnych odstępach czasu (np. co trzy lata)? Jeśli tak, to w jaki sposób można to robić?
- (9) Czy należy wprowadzić obowiązek ujawniania polityki wynagrodzeń, rocznego sprawozdania w sprawie wynagrodzeń (informującego o sposobie realizacji polityki wynagrodzeń w poprzednim roku) oraz indywidualnych wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych?
- (10) Czy powinien istnieć obowiązek poddawania pod głosowanie akcjonariuszy polityki wynagrodzeń i sprawozdania w sprawie wynagrodzeń?
- (11) Czy zgadzają się Państwo, że rada powinna zatwierdzać „profil ryzyka” spółki, brać za niego odpowiedzialność i komunikować go wyraźnie akcjonariuszom? Czy powyższe

ustalenia dotyczące ujawnień powinny także obejmować najważniejsze powiązane ryzyka społeczne?

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

## Akcjonariusze

- (13) Proszę wskazać obowiązujące przepisy prawa UE, które Państwa zdaniem mogą przyczyniać się do upowszechniania szkodliwej krótkoterminowej perspektywy inwestycyjnej, i zaproponować, w jaki sposób można zmienić te przepisy, aby zapobiegać temu zjawisku.
- (14) Czy należy podjąć środki dotyczące systemów motywacyjnych dla zarządzających aktywami, którzy zajmują się portfelami długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, oraz oceny wyników pracy tych zarządzających, a jeżeli tak, to jakie środki?
- (15) Czy prawo UE powinno wspierać skuteczniejsze monitorowanie zarządzających aktywami przez inwestorów instytucjonalnych w zakresie strategii, kosztów, zawieranych transakcji i stopnia zaangażowania zarządzających aktywami w spółki, w które dokonano inwestycji? Jeżeli tak, to w jaki sposób?
- (16) Czy przepisy UE powinny wymagać zachowania pewnego stopnia niezależności (np. wobec spółki dominującej) przez organ zarządzający podmiotu zarządzającego aktywami czy też potrzebne są inne środki (ustawodawcze), aby poprawić sytuację w zakresie ujawnień informacji i zarządzania konfliktami interesów?
- (17) W jaki sposób można najlepiej ułatwić współpracę pomiędzy akcjonariuszami?
- (18) Czy prawo unijne powinno zobowiązywać doradców inwestorów w sprawie głosowania do większej przejrzystości np. jeżeli chodzi o stosowane przez nich metody analityczne, konflikty interesów albo politykę zarządzania konfliktami interesów oraz czy powinni oni stosować kodeks postępowania? Jeżeli tak, w jaki sposób można najlepiej osiągnąć ten cel?
- (19) Czy są Państwo zdania, że konieczne są inne środki (ustawodawcze) np. ograniczenie możliwości jednoczesnego świadczenia przez doradców usług na rzecz inwestora w związku z głosowaniem i usług konsultingowych na rzecz spółek, w które dokonano inwestycji?
- (20) Czy widzą Państwo potrzebę wprowadzenia technicznego i/lub prawnego mechanizmu europejskiego, który umożliwiłby emitentom identyfikację ich akcjonariuszy, aby ułatwić dialog w sprawie kwestii ładu korporacyjnego? Jeżeli tak, czy są Państwo zdania, że taki mechanizm sprzyjałby także współpracy pomiędzy inwestorami? Prosimy o podanie szczegółowych informacji (np. zakładanych celów, preferowanego instrumentu, częstotliwości udostępniania informacji, poziomu szczegółowości i alokacji kosztów).
- (21) Czy są Państwo zdania, że akcjonariusze mniejszościowi potrzebują dodatkowych praw, aby móc skutecznie reprezentować swoje interesy w spółkach, w których istnieje akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny czy też akcjonariusz główny?
- (22) Czy są Państwo zdania, że akcjonariusze mniejszościowi potrzebują większej ochrony przed transakcjami z jednostkami powiązаныmi? Jeśli tak, to jakie można by podjąć środki?

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

Monitorowanie i wdrażanie kodeksów ładu korporacyjnego

- (24) Czy zgadzają się Państwo, że spółki odstępujące od zaleceń kodeksów ładu korporacyjnego powinny mieć obowiązek przedstawienia szczegółowych wyjaśnień dotyczących takich odstępstw oraz opisanie przyjętych przez nie alternatywnych rozwiązań?
- (25) Czy zgadzają się Państwo, że organy monitorujące powinny być uprawnione do sprawdzania wartości informacyjnej wyjaśnień zawartych w oświadczeniach o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego i do żądania od spółek, w razie takiej potrzeby, uzupełnienia przedstawionych wyjaśnień? Jeżeli tak, jaka dokładnie powinna być rola organów monitorujących?

## **Załącznik 2: Wykaz unijnych środków dotyczących ładu korporacyjnego**

- Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń (Dz.U. L 224 z 16.8.2006, s. 1–7).
- Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 390 z 31.12.2004, s. 38–57).
- Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.U. L 184 z 14.7.2007, s. 17–24).
- Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. L 142 z 30.4.2004, s. 12–23).
- Zalecenie Komisji 2005/162/WE z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) (Dz.U. L 52 z 25.2.2005, s. 51–63).
- Zalecenie Rady 2004/913/WE z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie (Dz.U. L 385 z 29.12.2004, s. 55-59).
- Zalecenie Komisji 2009/385/WE z dnia 30 kwietnia 2009 r. uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.U. L 120 z 15.5.2009, s. 28-31).
-