

Standardy corporate governance – Europa a Polska

Artur Malinowski

Punktem wyjścia w rozważaniach nad standardami corporate governance są Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD będące podstawowym i powszechnie akceptowanym wyznacznikiem standardów ładu korporacyjnego. W artykule Zasady OECD stanowią dwa dalsze punkty odniesienia – do wybranych elementów europejskich kodyfikacji dobrych praktyk korporacyjnych i do polskiej konstrukcji Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych. Taka perspektywa pozwala poznać i ocenić specyfikę ładu korporacyjnego w wybranych krajach członkowskich OECD. W tym szerokim kontekście Zasad OECD i Dobrych Praktyk funkcjonujących na ukształtowanych rynkach kapitałowych zapisy polskich Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych są pierwszą zasadniczą próbą standaryzacji zwyczaju korporacyjnego. Ustanowienie powszechnie akceptowanego ładu korporacyjnego powinno uwiarygodnić publiczny rynek kapitałowy. Sporo miejsca w artykule poświęcono także aspektowi implementacji Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych przez uczestników obrotu giełdowego.

Zakres pojęciowy „standardów władztwa korporacyjnego” ma charakter niejednorodny, który wynika w głównej mierze ze „stosowalności” norm analizowanej materii. Obejmuje ona głównie Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD i wewnątrz krajowe kodyfikacje dobrych praktyk korporacyjnych. Znaczenie Zasad Nadzoru Korporacyjnego polega na wyznaczeniu powszechnie akceptowanych wzorców zachowań korporacyjnych. Wewnętrzne kodeksy Dobrych Praktyk stanowią natomiast formułę przeniesienia uniwersalnych Zasad OECD na grunt specyfiki wewnętrznej każdego z krajów członkowskich OECD. Z tej perspektywy należy też oceniać polski projekt Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych.

Zakres pojęciowy „standardów władztwa korporacyjnego” ma charakter niejednorodny, który wynika w głównej mierze ze „stosowalności” norm analizowanej materii.¹ Obejmuje ona głównie Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD i wewnątrz krajowe kodyfikacje dobrych praktyk korporacyjnych.

Reguły dobrych praktyk korporacyjnych mają najczęściej charakter tzw. miękkiego prawa (soft law).² Miękkie prawo europejskie nie stanowi norm typu konwencyjnego, co oznacza, że nie wymaga przebycia ścieżki inkorporacyjnej do prawa wewnętrznego. W polskich prawnych realiach oznaczałoby to podpisanie źródła norm prawnych, np. traktatu, a następnie jego ratyfikację w trybie, przewidzianym przez porządek konstytucyjny (art. 87-89 Konstytucji RP).

Dobre praktyki są „międko” redagowane, aby uniknąć niepotrzebnego rygoryzmu i umożliwić ich elastyczne zastosowanie w różnych sytuacjach i spółkach o odmiennym charakterze.

Zasady nadzoru korporacyjnego OECD³

Znaczenie Zasad Nadzoru Korporacyjnego polega na wyznaczeniu powszechnie akceptowanych wzorców zachowań korporacyjnych. Są one swoistym źródłem nacisku na organy odpowiedzialne za kształt wewnętrznego prawa stanowionego. Nakreślenie takiego charakteru norm, wynikających z zapisów Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD, zbliża te normy do niepisanego prawa zwyczajowego, kształtującego się dynamicznie w dłuższej perspektywie czasowej. Jak stwierdził G. Domański, „sposoby sprawowania władztwa korporacyjnego wynikają z wzorców kulturowych i obyczaju społecznego, a regulacje prawne mają tu charakter wtórny”.⁴

Swoiście postrzeganej „używalności” takich norm sprzyja postępująca globalizacja korporacyjna oraz ich uniwersalność. Zasady swoim zasięgiem przedmiotowym obejmują zarówno prawo kontynentalne, jak i *common law* z całą swoją specyfiką prawnego porządku korporacyjnego. Takie założenie, moim zdaniem, tworzy punkty styeczne między Zasadami Nadzoru Korporacyjnego OECD a materią Kodeksu Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych.

Treść Zasad Nadzoru Korporacyjnego nie jest sformułowana językiem właściwym dla aktów normatywnych. Ceną za uniwersalizm i znalezienie „wspólnego mianownika” między tradycją kontynentalną a *common law* jest nieostrość zapisów. Do określenia organu nadzoru za każdym razem użyto sformułowania organ (*board*), zarząd bądź dyrektorzy wykonawczy określani zostali jako „wyższe kadry wykonawcze” (*key executives*). Tylko taka nieostrość sformułowań gwarantowała akceptację zasad przez kraje, reprezentujące dwa odmienne modele nadzoru korporacyjnego.

Taki charakter Zasad sprawia, że nie istnieje możliwość ich bezpośredniego przeniesienia do regulacji wewnątrz krajowych. Określenie przez OECD powszechnie akceptowanych standardów wytycza natomiast kierunek zmian w ustawodawstwach wewnętrznych (normy stanowione, kodeksy dobrych praktyk) oraz ma znaczenie dla praktyki inwestycyjnej (kraje restrykcyjne, nie przestrzegające standardów, są postrzegane przez inwestorów jako kraje wysokiego ryzyka inwestycyjnego, co jest dla mnie jednym z dowodów prymatu racjonalności ekonomicznej nad prawną-organizacyjną). Zasady nadzoru OECD są też punktem wyjścia do dalszych prac nad międzynarodową harmonizacją prawa spółek.

Wydaje się, że polski Kodeks Spółek Handlowych normuje większość standardów nadzoru korporacyjnego, przyjętych przez OECD. Przykładowo mogą wymienić w tym kontekście art. 20 KSH przewidujący jednakowe traktowanie akcjonariuszy w tych samych okolicznościach, podobnie jak II Zasada.⁵ Innym przykładem, dobrze ilustrującym inkorporowanie standardów OECD, jest norma art. 15 KSH, ograniczająca możliwość zawierania umów z członkiem organów spółki z wykorzystaniem informacji poufnych (*self-dealing*), co odpowiada zakazowi z rozdz. II pkt B Zasad.⁶ W przypadku Zasady IV, traktującej o obowiązku informacyjnym spółki, przeniesienie na grunt normatywny nie dotyczy wyłącznie KSH, ale w przypadku spółek publicznych także ustaw – o publicznym obrocie papierami wartościowymi i o Krajowym Rejestrze Sądowym.⁷

Analizując wewnętrzne standardy z perspektywy międzynarodowej, można zaobserwować przenikanie standardów zachowań do prawa stanowionego: odwołanie się do praktyki sądowej (z oczywistych względów ma to szczególne znaczenie w systemie *common law*) i ustawodawstwa, obejmującego zakresem przedmiotowym materię spółek.

Geneza i ogólne założenia

Przestrzeganie reguł dobrych praktyk korporacyjnych wykracza daleko poza interesy akcjonariuszy danej spółki, ma kluczowe znaczenie także dla gospodarki jako całości. Wpływa na zdolność gospodarki do mobilizacji kapitału (także, a w przypadku krajów, transformujących system społeczno-gospodarczy, przede wszystkim – obcego), jego alokacji, monitorowania, a w efekcie finalnym wykorzystania. We współczesnej perspektywie znaczenie przestrzegania standardów władztwa korporacyjnego wzmacnia globalizacja oraz dwa inne determinanty: rosnące znaczenie sektora prywatnego i zmienność otoczenia rynkowego.

Reakcją na te obowiązujące trendy środowisk rządzących i biznesowych w krajach OECD było ustalenie ogólnie akceptowanych elementów, które składają się na dobry nadzór korporacyjny. Mogę zgodzić się ze zdaniem M. Isakssona, który za podstawowe elementy dobrego nadzoru uznał:

- przejrzystą strukturę własnościową i przejrzystą strukturę spółki,
- umożliwienie uczestnictwa akcjonariuszy w działaniu spółki,
- efektywną ochronę akcjonariuszy mniejszościowych,
- dobry system przepływu informacji.⁸

Zawarty *consensus* w kwestii podstawowych elementów nadzoru korporacyjnego nie oznacza założenia dominacji jednego modelu nadzoru nad drugim. Oczywiście wydaje się przyjęte założenie, że aby uzyskać akceptację rynków kapitałowych, pluralizm systemów nadzoru musi być zakorzeniony głęboko w uznanych i wiarygodnych ramach regulacyjnych.

Wymieniłem trzy determinanty, które, moim zdaniem, były kluczowe dla przyjęcia wspólnego stanowiska krajów OECD. Postępująca globalizacja z jednej strony stwarza szerokie perspektywy alokacyjne dla inwestorów i rozwojowe dla korporacji, a z drugiej strony zmusza do wspólnego obcowania różne systemy korporacyjne (patrzac socjologicznie: kultury zachowań). Mimo że poruszam się niemal wyłącznie w obszarze prawnego-organizacyjnym, nie da się uniknąć pewnych odniesień do perspektywy *stricte* ekonomicznej. W tym kontekście przejrzystością zachowań korporacyjnych powinna być zainteresowana nie tylko lokalna spółka, której zależy na kapitalizacji, ale także państwo. Kapitał międzynarodowy jest kołem napędowym rozwoju każdej gospodarki nie tylko w krajach rozwijających się. Przejrzyste i efektywne kontrolowanie otoczenia rynku dla napływu kapitału międzynarodowego zwiększa stabilność tego napływu i służy jako system wczesnego ostrzegania przed potencjalnym kryzysem w samej spółce, a patrząc szerzej - także na rynkach finansowych danego kraju. Napływ inwestycji z perspektywy postrzegania ekspertów oceniających stan gospodarki poszczególnych krajów świadczy o jej dobrej kondycji.

Reformy rynkowe w wielu krajach w połączeniu z powszechną prywatyzacją spowodowały umocnienie pozycji sektora prywatnego. W interesie państwa jest ochrona wolnego rynku, związanego nierozdzielnie z konkurencją i sektorem prywatnym. Zaufanie do wolnego rynku jest wprost proporcjonalne do zaufania,

jakim konsumenci darzą podmioty sektora prywatnego. Dlatego, jak sądzę, państwo postrzegane jako *centrum* musi regulować przynajmniej minimalne standardy zachowań korporacyjnych. *Imperium* jest zobowiązane nie tylko wobec konsumentów, ale także samych uczestników gry sił korporacyjnych, zainteresowanych pewnością obrotu. Skorzystać może na tym także sektor publiczny, traktowany np. w Polsce jako obszar politycznych wpływów i rozdawnictwa synekur.

Trzecim czynnikiem, przyspieszającym opracowanie wspólnych zasad nadzoru korporacyjnego, był dynamizm otoczenia rynkowego. Zmieniające się realia prawne i gospodarcze utrudniają utrzymanie pozycji na rynku. Wymuszają też na właścicielach kapitału i zarządcach zmiany w metodach zarządzania (teoria kryzysowej koncepcji życia organizacji L.E. Greinera). Każda organizacja przechodzi kolejno kryzys: przywództwa, braku autonomii, kontroli i współpracy. Pokonanie każdego z etapów kryzysu kończy się zmianą jakościową w zarządzaniu, porażka zaś upadkiem firmy. Niezbędna dla przetrwania w drapieżnym otoczeniu rynkowym umiejętność dopasowania się w ujęciu teoretycznym oznacza ewolucję od własności kapitału do techno- i merytokracji.

Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD (*OECD Principles on Corporate Governance*) zostały opracowane przez ekspertów w ramach Specjalnej Grupy Roboczej OECD ds. Nadzoru Korporacyjnego przy udziale ekspertów krajowych z państw członkowskich. Prace trwały w latach 1998-99. Zostały one zatwierdzone przez Radę Ministerialną OECD na posiedzeniu w dniach 26-27 maja 1999 r. Zdaniem A. Szumańskiego, wyróżnić można dwa ogólne założenia, przyświecające twórcom Zasad:

- ujednoczenie praktyki korporacyjnej,
- stworzenie możliwości harmonizacji krajowego prawa spółek państw członkowskich, czyli znoszenia różnic w krajowych regulacjach prawnych.⁹

Światowy standard jest potrzebny głównie dlatego, że w omawianej materii mamy do czynienia z rozbieżnymi interesami różnych grup nacisku, związanych ze spółką; dotyczy to zarówno *insiderów*, jak i *outsiderów*. Krajowy ustawodawca, tworząc prawo spółek, może dokonywać wyboru stopnia ochrony poszczególnych grup interesu. Chcąc zapewnić bezpieczeństwo prawne, zwłaszcza inwestorowi, lokującemu swój kapitał na rynkach zagranicznych w spółkach o odrębnych reżimach prawnych, konieczna staje się standaryzacja ochrony tego inwestora. Dotyczy to w szczególności tej płaszczyzny, na której można popełnić najwięcej błędów (świadomie lub nieświadomie), czyli szeroko rozumianego zarządzania spółką kapitałową. Nie bez powodu upowszechnia się twierdzenie, że zła kondycja ekonomiczna spółek jest spowodowana nieudolnością i niekompetencją ich zarządów lub działania menedżerów w innym interesie niż interes spółki.¹⁰

Treść Zasad

Zasady składają się z preambuły oraz dwóch części. Część pierwsza pt. „Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD” obejmuje treść właściwych Zasad, strukturalnie podzielonych na pięć merytorycznych punktów. Część druga pt. „Adnotacje do Zasad (...)” stanowi komentarz do treści zasad. Komentarz ten powtarza treść samych Zasad, dodając do wybranych fragmentów uzasadnienie zapisu. Uzasadnienie obejmuje motywy, którymi kierowało się OECD, przyjmując dane brzmienie, oraz konkretyzuje samą Zasadę.

W preambule powtórzone zostały ogólne założenia i geneza sformułowania uniwersalnych zasad. Przypomniano także ich niekonwencjonalny charakter prawny, a także brak prymatu określonego modelu nadzoru korporacyjnego. Spośród innych sformułowań preambuły pragnę zwrócić uwagę na dwa zapisy. Po pierwsze - „Intencją Zasad jest służyć za punkt odniesienia. Mogą z nich korzystać decydenci polityczni w procesach analizy i tworzenia ram prawnych i regulacyjnych nadzoru korporacyjnego w ich państwach – odzwierciedlających gospodarczą, społeczną, prawną i kulturową specyfikę tych państw, oraz uczestnicy rynku – przy wypracowywaniu swoich własnych praktyk”. Takie sformułowanie należy rozumieć jako wyraźny punkt odniesienia do lokalnych kodyfikacji dobrych praktyk korporacyjnych. Po drugie - podjęta została próba zdefiniowania władztwa *corporate governance*. „Nadzór korporacyjny (...) wiąże się z istnieniem sieci relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, współnikami/akcjonariuszami i innymi grupami, zainteresowanymi działaniem spółki. Nadzór korporacyjny (...) oferuje strukturę, za pośrednictwem której ustalane są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki śledzenia rezultatów”.

Właściwa treść Zasad obejmuje pięć punktów. Każdy punkt rozpoczyna się podaniem treści kolejnej Zasady (w formie sentencji). Po niej w podpunktach spisane są poszczególne aspekty tworzące łącznie treść danej Zasady. Każdy z głównych punktów dotyka innej materii władztwa korporacyjnego; są to w kolejności:

- I. Prawa współników/akcjonariuszy.
- II. Równoprawne traktowanie współników/akcjonariuszy.
- III. Rola w procesach nadzoru korporacyjnego osób, należących do grup interesów zainteresowanych działaniem przedsiębiorstwa.
- IV. Jawność i przejrzystość.
- V. Zakres odpowiedzialność organu spółki.

Prawa współników/akcjonariuszy

Zapis I Zasady stanowi, że „ramy nadzoru korporacyjnego powinny chronić prawa współników (akcjonariuszy)”. Nie przypadkiem ochrona praw akcjonariuszy została podniesiona do rangi zasady fundamentalnej. Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD sytuują akcjonariuszy jako najważniejszą grupę interesu w spółce. Prawa akcjonariuszy nie są wymienione według kryterium ich ważności. Są natomiast wyszczególnione w sposób enumeratywny. Stanowią zatem „standard” i nie powinny być interpretowane rozszerzająco (szerzej ochrona akcjonariuszy może, oczywiście, zostać potraktowana w poszczególnych ustawodawstwach krajowych, akcentując specyfikę danego nadzoru). Do tych podstawowych praw należy prawo akcjonariuszy do:

- rejestracji praw właścicielskich,
- przenoszenia praw udziałowych,
- systematycznego i terminowego otrzymywania istotnych i wartościowych informacji o spółce,
- uczestniczenia i głosowania na Walnych Zgromadzeniach,
- wybierania członków organów spółki,
- udziału w zyskach spółki.

Zasada akceptuje założenie, zgodnie z którym o podziale kompetencji między organami spółki decyduje jej statut. Gwarantem ochronnym dla akcjonariuszy

szy ma być zapis, wymieniający trzy materie, w przypadku których w procesie decyzyjnym muszą uczestniczyć akcjonariusze poprzez organ założycielski spółki – Walne Zgromadzenie. Są to decyzje dotyczące:

- zmiany umowy (statutu) spółki lub innych podobnych dokumentów, regulujących funkcjonowanie spółki (np. regulamin obrad WZ),
- podwyższenia kapitału zakładowego przez utworzenie nowych akcji,
- nadzwyczajne transakcje (w tym sprzedaż przedsiębiorstwa spółki).

Z innych zapisów, rozwijających i wyjaśniających I Zasadę OECD, na uwagę zasługuje ochrona praw akcjonariuszy na wypadek fuzji lub przejęcia spółki. Przyjęto, że:

- powinno się ujawniać powiązania kapitałowe wspólników oraz istniejące między nimi porozumienia w sprawie głosowania, które pozwalają łącznie tym wspólnikom uzyskać kontrolę w spółce w sposób niezajdujący potwierdzenia w wysokości wniesionych przez nich wkładów (inaczej mówiąc: ochrona przed naruszeniem proporcjonalności praw do wkładu),
- sposób przejęcia spółki czy też fuzji spółek powinien być przejrzysty i efektywny ekonomicznie dla wspólników przejmowanej spółki, muszą być przestrzegane ich prawa i przywileje akcyjne,
- niedopuszczalne jest, aby w procesie ochrony przed przejęciem spółek kadra menedżerska chroniła swoje interesy kosztem interesów akcjonariuszy (rozpowszechniony szczególnie w modelu amerykańskim zewnętrzny rynek kontroli powinien akceptować takie wrogie przejęcia, które dla właścicieli kapitału dają możliwość maksymalizacji akcji).

Niezbywalnym prawem każdego akcjonariusza jest też prawo do wzięcia udziału w WZ. Tego prawa korporacyjnego dotyczy zapis, którego przedmiotowa gwarancja obejmuje:

- informację o terminie, miejscu i porządku WZ, podaną z odpowiednim wyprzedzeniem,
- możliwość zadawania pytań na WZ oraz wprowadzania własnych punktów do porządku obrad,
- możliwość uczestniczenia w WZ za pośrednictwem umocowanego pełnomocnika.

Równouprawnienie akcjonariuszy

Zgodnie z sentencją II Zasady „ramy nadzoru korporacyjnego powinny zapewniać równoprawne traktowanie wszystkich wspólników/akcjonariuszy, włącznie ze wspólnikami mniejszościowymi i zagranicznymi”. Wszyscy akcjonariusze powinni mieć możliwość uzyskania rzeczywistej rekompensaty w przypadku naruszenia ich praw. Pod pojęciem „równouprawnienia akcjonariuszy” rozumieć należy jednakowe traktowanie w tych samych okolicznościach. Równouprawnienie odnosi się do akcjonariuszy, należących do tej samej kategorii. Zdaniem A. Szumańskiego, równouprawnienie nie prowadzi w tym przypadku do wyłączenia typowej dla spółki kapitałowej zasady proporcjonalności praw i wkładu i nie oznacza wprowadzenia tzw. „komuny korporacyjnej”, co jest do przyjęcia w spółkach osobowych¹¹.

Do gwarancji równouprawnienia akcjonariuszy, określonych przez OECD, należą m.in:

- takie samo prawo głosu (dotyczy akcjonariuszy tej samej kategorii),

- wszelkie zmiany, dotyczące prawa głosu, powinny być podejmowane jedynie na WZ (dopuszczenie pod pewnymi rygorami do ustanowienia przywilejów akcyjnych),
- zakaz wykorzystywania poufnych informacji (*insidertrading*) oraz zawierania przez wybranego wspólnika czy zarządcę transakcji niekorzystnych dla spółki bądź części akcjonariuszy (ochrona przed tzw. *selfdealingiem*).

Równouprawnienie akcjonariuszy winno być rozumiane maksymalnie szeroko. Obejmuje ono także posiadaczy papierów wartościowych, dających prawa korporacyjne (głównie prawo głosu). Zasada ta dotyczy posiadaczy ADR-ów i GDR-ów (wystawianych przez banki kwitów depozytowych na podstawie akcji, specjalnie w tym celu emitowanych przez spółki mające siedzibę w innym kraju niż kraj inwestora). Sposób głosowania przez banki depozytowe będące akcjonariuszami tych spółek, w imieniu posiadaczy kwitów depozytowych powinien być z nimi uzgodniony.

II Zasada nadzoru w swojej warstwie merytorycznej zawiera dwa elementy. Pierwszy, „funkcjonalny” dotyczy równouprawnienia w zakresie funkcjonowania organów spółki. Drugi element warstwy merytorycznej odnosi się do przypadku naruszenia uprawnień korporacyjnych, sankcjonując prawo do zapłaty odszkodowania wspólnikowi przez spółkę. Naruszenie praw wspólnika oznacza w tej sytuacji uszczuplenie lub pozbawienie jego prawa z akcji. Klasyczną sytuacją tego typu może być pozbawienie przywilejów dotychczasowych wspólników spółki przejmowanej przez spółkę przejmującą.

Ochrona interesów osób trzecich

Jeśli aprobatę wrogich przejęć, dających korzyści akcjonariuszom, można odnosić do modelu amerykańskiego, to zapis Zasady III należy umiejscowić w modelu kontynentalnym. „Ramy nadzoru korporacyjnego powinny uznawać prawa osób, należących do grup interesów, zainteresowanych działaniem przedsiębiorstwa (stakeholders), w sensie uprawnień, przysługujących tym osobom na mocy prawa, oraz sprzyjać aktywnej współpracy między spółkami i grupami interesu, zainteresowanymi ich działaniem, zmierzającej do tworzenia wartości ekonomicznej, miejsc pracy oraz trwałych przedsiębiorstw, opartych na zdrowych zasadach finansowych”.

OECD wyraźnie odnosi się do społecznego modelu przedsiębiorstwa. Spółka nie tylko powinna maksymalizować akcje, ale także stabilizować otoczenie. W szczególności odnosi się to do wierzycieli i pracowników spółki. Wierzyciele muszą mieć zapewnioną możliwość skutecznego dochodzenia swoich praw, a pracownicy - stabilną sytuację i wpływ na proces decyzyjny.

Jawność i przejrzystość danych o spółce

Z brzmienia Zasady IV, która stanowi, że „ramy nadzoru korporacyjnego powinny gwarantować terminowe publikowanie przez spółki precyzyjnych informacji dotyczących wszystkich istotnych spraw spółek, w tym informacji na temat sytuacji finansowej, wyników, struktury właścicielskiej kapitału i nadzoru sprawowanego nad spółką”, można wnioskować, iż jej stosowanie odnosić należy do spółek publicznych. Z racji swojego prawnego charakteru i płynności akcyjnej zobowiązane one są do przestrzegania szczególnego reżimu informacyjnego. Moim zdaniem, powinno się jednak IV Zasadę interpretować rozszerzająco. Wła-

ściwie przyjąć należy, że rozbudowana dyspozycja każdej z Zasad obejmuje prawo do informacji, np. sformułowanie, dotyczące *stakeholders*: „w przypadku uczestniczenia w procesach nadzoru korporacyjnego, osoby należące do grup interesów zainteresowanych działaniem przedsiębiorstwa powinny mieć dostęp do stosownych informacji”. Takie podejście każe widzieć w prawie do informacji drugą, obok ochrony praw wspólników, fundamentalną zasadę OECD.

Rozwinięcie Zasady IV wymienia informacje o spółce, które powinny zostać ujawnione wspólnikom. Są to m.in. informacje obejmujące:

- wyniki finansowe i operacyjne,
- cele spółki,
- kapitałowy stan posiadania poszczególnych wspólników,
- wynagrodzenia zarządu i organu nadzoru,
- czynnik ryzyka inwestycyjnego,
- politykę strategiczną spółki,
- wyniki badania sprawozdań finansowych przez niezależnego biegłego rewidenta (audyt musi być dokonywany z poszanowaniem wysokich standardów rachunkowych).

Pamiętać należy, że lista ta w przeciwieństwie do praw akcjonariuszy ma charakter otwarty.

Odpowiedzialność organów spółki

V Zasada stanowi, że „ramy nadzoru korporacyjnego powinny gwarantować spółce odpowiednie ukierunkowanie strategiczne, efektywne monitorowanie procesów zarządzania przez organ spółki oraz odpowiedzialność finansową organu spółki wobec samej spółki i jej akcjonariuszy”. Konstrukcja tego zapisu pod sformułowaniem „organ spółki” każe widzieć w systemie dualistycznym radę nadzorczą, a w systemie monistycznym – dyrektorów nie- wykonawczych.

Rozwinięcie sentencji dotyczy trzech powiązanych ze sobą przedmiotowo aspektów nadzoru:

- kryteriów, którymi powinni się kierować członkowie organu spółki przy pełnieniu swoich funkcji,
 - katalogu kompetencji członków organu,
 - praw tych osób, które umożliwiają właściwe wypełnianie obowiązków.
- Zgodnie z zapisem członkowie organu spółki powinni się kierować:
- interesem spółki i wspólników,
 - dobrą wiarą, należytą starannością i uczciwością,
 - równouprawnieniem wspólników,
 - interesem *stakeholders*,
 - obiektywnymi kryteriami oceny sytuacji w spółce.

Ponadto członkowie rady nadzorczej powinni poświęcać spółce odpowiednią ilość czasu w proporcji do sprawowanej funkcji. Chociaż podmiotowym adresatem tej Zasady jest organ nadzoru, to nie ulega dla mnie wątpliwości, że na podstawie powyższych kryteriów można też oceniać pozycję i zaangażowanie przedstawicieli kadry, zarządzającej w spółce.

Wśród kluczowych funkcji organu nadzoru Zasada wymienia:

- ukierunkowywanie strategii spółki,
- nadzorowanie ważniejszych transakcji,
- ustalanie zasad wynagrodzenia kadry menedżerskiej,

- rozwiązywanie konfliktów powstałych między innymi organami spółki,
- nadzór nad wykonywaniem przez organ zarządzający obowiązku informacyjnego spółki.

Właściwe wykonywanie obowiązków nadzorczych ma gwarantować przede wszystkim prawo do ścisłej informacji o spółce. Informacje, pochodzące od kadry zarządzającej, zgodnie ze sformułowaniem winny być „precyzyjne, istotne, wartościowe i terminowo przekazywane”.

Wybrane europejskie kodeksy dobrych praktyk – analiza porównawcza

Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD, opracowane i przyjęte w 1999 r., uznać można za wynik wieloletnich doświadczeń krajów członkowskich w zakresie praktyk korporacyjnych. Zasady uznawane są za *soft law*; akcentować można ich uniwersalny charakter. Skoro opracowanie zasad nadzoru możemy uznać za wspólną próbę artykulacji i odpowiedź na problemy, powszechnie spotykane w wewnętrznym łańdźcu korporacyjnym krajów członkowskich OECD, to analiza porównawcza wybranych aspektów Kodeksów dobrych praktyk z wybranych krajów pozwala poznać ich specyfikę.

Zwyczajowe standardy korporacyjne mają spisana formę w ponad 40 krajach świata. Do tego kręgu możemy zaliczyć kraje dwóch modeli nadzoru korporacyjnego: kontynentalnego i anglosaskiego, a stosując inne kryterium klasyfikacji: kraje o rozwiniętym rynku finansowym i kraje tworzące podwaliny publicznego obrotu kapitałowego. Kodeksy dobrych praktyk przyjęte zostały przez rynki kapitałowe zarówno Stanów Zjednoczonych, Niemiec czy Japonii, jak i na przeciwległym biegunie przez Indie i Kirgistan.

Analizie porównawczej poddałem następujące składowe elementy nadzoru korporacyjnego:

- definicja „corporate governance”,
- pozycja stakeholders w spółce,
- kryteria członkostwa w radzie nadzorczej,
- relacje kompetencyjne między radą nadzorczą a zarządem,
- konflikt interesów w spółce.

Odnosząc dalej wyniki porównania do perspektywy polskiej, powyższe zagadnienia uznaję za ważne także w naszych relacjach korporacyjnych. Ponadto wybór taki pozwoli określić główne akcenty, na jakich skoncentrowały się działania polskich „kodyfikatorów” dobrych praktyk.

Rozumienie pojęcia corporate governance

Analizę pojęciową należy, moim zdaniem, rozpocząć od słynnego brytyjskiego *Cadbury Report*, który, jak się uważa, zogniskował zainteresowanie nadzorem korporacyjnym, czego konsekwencją stało się przyjęcie Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD.¹² Według *Cadbury Report*, *corporate governance* jest systemem zarządzania i kontroli. Rada (*Boards*) musi mieć poczucie swobody w przedsiębiorstwie, wolność w procesie zarządzania musi być jednak poddana efektywnym regułom oceny. Takie zawężone rozumienie pojęcia „nadzór korporacyjny” wynika z przyjętego monistycznego modelu nadzoru, w którym główne akcenty skierowane są na interesy *shareholders*.

Katalog obowiązków korporacyjnych nie jest adresowany na zewnątrz spółki do – publicznych autorytetów czy legislatorów – ale do niej samej; określenie

wewnętrznych zasad ma pomóc w usprawnieniu zarządzania. W ten sposób zakres pojęciowy wyjaśniony został w zbiorze standardów hiszpańskich.¹³ Z kolei w zbiorze belgijskim główny akcent położony został na wyartykułowanie znaczenia kontrolnego. Nadzór rozumiany jest jako zbiór praw i wewnętrznych regulacji, służących do kontroli kadry zarządzającej.¹⁴ Podobny charakter wynika z regulacji portugalskiej, która stanowi, że prawa korporacyjne w pierwszej kolejności powinny określić zasady skutecznej kontroli; dodano, że kontrola powinna dotyczyć przestrzegania rynkowych reguł gry przez instytucjonalnych inwestorów i zewnętrznych dawców kapitału.¹⁵

Wszystkie powyższe definicje akcentują wewnętrzne, a tym samym instytucjonalne ramy nadzoru korporacyjnego. Nieco dalej w tym zakresie „idzie” definicja francuska, podkreślająca relacje strukturalne między menedżmentem a „ich klientami”, utożsamianymi w tym kontekście z inwestorami.¹⁶ Kodyfikacja ich relacji z zarządem jest drogą do partycypacji inwestorów w zarządzaniu spółką.

Odrębnie należy potraktować duński *Norby Report and Recommendations*, w którym definicja ma charakter dwuzakresowy.¹⁷ W rozumieniu węższym dotyczy wzajemnych relacji między organem zarządzającym a innymi organami wewnętrznymi. W zakresie rozszerzonym pojęciowo obejmuje też interesy zewnętrznych sił nacisku. Ich wspólna aktywność ma wpływać na proces decyzyjny kadry zarządzającej. *Corporate Governance* to także wzajemne relacje między *stakeholders*, co można uznać za próbę swoistego zinstytucjonalizowania metod wpływu na spółkę. W duńskim modelu wyraźne są wpływy germańskie. Idąc dalej tym tropem rozumowania, należy sięgnąć do źródeł społecznego modelu przedsiębiorstwa. Niemiecki *Panel Rules* określił szeroko ramy nadzoru korporacyjnego.¹⁸ Reguły dotyczą wszystkich *shareholders* oraz pracowników, partnerów biznesowych, państwa, kończąc wyliczenie na międzynarodowych rynkach. Kodeks holenderski podkreśla konieczność zbilansowania poszczególnych interesów, w tym zewnętrznych.¹⁹ Osiągnąć należy efektywność działań i satysfakcję poszczególnych grup z uczestnictwa w spółce.

Odrębnie potraktować należy zapis włoski, który koncentruje się raczej na określeniu źródeł prawa, stanowiącego normy *corporate governance*. Tym źródłem jest tradycja i czynniki rozwoju wpływające na ekonomiczny rozwój, które w przeciwieństwie do tradycji mogą być inkorporowane z obcych wzorów. Takie rozumienie zbliża, moim zdaniem, *soft law* do organizacyjno-ekonomicznej perspektywy postrzegania spółki.²⁰ Generalnie przyjęć można zasadę, że podstawowy wpływ na modyfikację rozumienia pojęcia „*corporate governance*” ma przyjęty model nadzoru korporacyjnego. Proces ten można prześledzić, stosując kryterium geograficzne; widać to szczególnie dobitnie na przykładzie krajów, stosujących model kontynentalny (Dania, Holandia – sąsiedztwo Niemiec).

Pozycja stakeholders w spółce

W dużym stopniu o pozycji *stakeholders* świadczy analiza rozumienia definicji *corporate governance*. Szukając usytuowania zewnętrznych grup nacisku w szczegółowych zapisach, można takich odniesień nie znaleźć wcale (np. Portugalia, Hiszpania i Finlandia). W pionierskim *Cadbury Report* natomiast można znaleźć jedynie wzmiankę, że jest on adresowany nie tylko do *shareholders*, ale także do pracowników i innych osób, które mają w tym interes. Charakterystyczne jest, że w niektórych regulacjach pracownicy utożsamiani są ze *stakeholders*

(Francja). Rola pracowników została natomiast zinstytucjonalizowana w Niemczech, gdzie ich przedstawiciele są pełnoprawnymi członkami rady nadzorczej. Peters Report z Holandii podkreśla konieczność bilansowania interesów czynników zewnętrznych, nie może to się jednak odbywać kosztem inwestorów, czyli tych, którzy ponoszą ryzyko inwestycyjne.

W rozwiązaniu duńskim poprawne relacje ze *stakeholders* są jednym z czynników sukcesu firmy. Podobnie umiejscowić można model włoski, w którym podkreślono, że „zewnętrzni wspólnicy” (kredytodawcy, konsumenci, pracownicy, lokalna społeczność) powinni być beneficjentami sukcesu spółki. Wydaje się, że pozycjonowanie *stakeholders* w największym stopniu ma miejsce w regulacji greckiej.²¹ Sankcjonuje się tam pozycję *stakeholders* wewnątrz spółki. „Wewnętrzna komunikacja spółki obejmuje ciała administracyjne (radę dyrektorów, zgromadzenie akcjonariuszy) oraz strukturalne i administracyjne współdziałanie ze *stakeholders*”.

Za jedną z kluczowych Zasad OECD uznałem wcześniej prawo do informacji. Rozwiązanie szwedzkie podkreśla wagę dostępu *stakeholders* do informacji o spółce. Wszyscy zainteresowani powinni mieć otwarty dostęp do informacji finansowych i rozwojowych o spółce. Informacja musi być dostępna i prawdziwa.

Członkostwo w radzie nadzorczej i zakres kompetencji

Członkowie rady nadzorczej w systemie dualistycznym są podstawowym organem powołanym do kontroli zarządu (w systemie anglosaskim ich rolę pełnią dyrektorzy nie-zarządzający). Rola rady i - co za tym idzie - umiejscowienie w strukturze spółki każą przypuszczać, że jej członkowie powinni legitymować się profesjonalizmem i szczególnym przygotowaniem merytorycznym. Europejskie kodyfikacje ładu korporacyjnego, jak zresztą w większości kwestii, zajmują różnorodne stanowisko.

Na początku przedstawię dwa skrajne rozwiązania tej kwestii. *Olivencia Report* (Hiszpania) nie określa żadnych formalnych wymogów członkostwa w radzie. Idzie nawet dalej stwierdzając, że struktura rady powinna odzwierciedlać koncentrację własności i powiązania własnościowe.

Na przeciwnym biegunie umiejscowić można rozwiązanie fińskie, opiewające się za jednakowymi kryteriami dla wszystkich członków rady, którzy wybierani są przez Walne Zgromadzenie.²² W podobnym duchu idzie propozycja francuska, z tą różnicą, że wyboru członków rady dokonuje specjalnie w tym celu powołana komisja selekcyjna.

Inne zaproponowane rozwiązania uznać możemy za pośrednie wobec powyższych. Niektóre z nich obrazują w praktyce korporacyjnej kraju silną pozycję zarządów spółek, np. w Holandii członkowie rady powinni być wybierani po uprzednich konsultacjach z menedżerami zarządzającymi. Podobnie w Danii – rada powinna być strukturalnie powiązana z zarządem, który ma być traktowany partnersko. Sugeruje to praktykę, w której nie ma piramidalnej struktury zależności rada nadzorcza – zarząd, ale przyjęta jest równowaga kompetencyjna (Zasada V). Do modelu hiszpańskiego zbliża się założenie przyjęte w Grecji, zgodnie z którym członkowie zarządu powinni być powoływani z grona najlepszych dyrektorów operacyjnych, a członkowie rady nadzorczej mogą reprezentować partykularne interesy inwestorów (§ 2 pkt 3). Z kolei według modelu szwedzkiego rada powinna liczyć od 6 do 9 członków, wybranych według kryterium profesjo-

nalnego przygotowania. We Francji 1/3 członków rady „*free of any interest*”, czyli nie reprezentuje żadnych partykularnych interesów.

Cadbury Report w tym zakresie zapisał, że *directors non-executives* powinni się legitymować spośród doświadczonych dyrektorów zarządzających. Powinni oni zostać poddani formalnemu procesowi selekcyjnemu.

Mimo wyraźnych różnic wspólną cechą większości rozwiązań jest formalizacja procesu selekcji do rady, podobnie jak dążenie do profesjonalizacji kadry. Na tym tle wyróżnia się odformalizowane rozwiązanie hiszpańskie.

Każde rozwiązanie, chociaż w różnym zakresie, sankcjonuje rozdział kontroli od zarządzania. Przedstawione kryteria członkostwa w radzie, w szczególności stosunek do zarządu i głównych *shareholders*, jest wyznacznikiem faktycznej niezależności i pozycji członków rady. Widać to doskonale na przykładzie kodyfikacji ładu korporacyjnego w krajach modelowych w tym zakresie – Wielkiej Brytanii i Niemczech. Według *Cadbury Report*, dyrektor niezarządzający zajmuje pozycję pasywną, jest niezależnym sędzią, stojącym na straży przestrzegania standardów korporacyjnych. W Niemczech niezależni członkowie rady nadzorczej mają aktywnie monitorować zarząd.

Konflikt interesów

Pod tak ogólnym sformułowaniem kryje się szeroki zakres przedmiotowy i podmiotowy. Niektóre europejskie kodeksy ładu korporacyjnego nie definiują tego zagadnienia, odsyłając do przepisów wewnątrz spółki (statut).²³ Jeśli chodzi o zakres przedmiotowo-podmiotowy konfliktu interesów, to w regulacjach europejskich można najczęściej wyróżnić konflikty:

- między członkami rady a członkami zarządu,
- między osobistym interesem członka rady lub zarządu (część rady) a interesem spółki,
- na tle delegowania członka rady nadzorczej do zarządu (Holandia); źródłem konfliktu może być łączenie przez delegowanego członka funkcji zarządczych i kontrolnych,
- między interesem przedsiębiorstwa a kontrolnymi uprawnieniami *shareholders* (Włochy),
- członkowie rady, reprezentujący interesy *shareholders*, skonfliktowani z zarządem (Włochy),
- konflikt między *shareholders* a zarządem (Dania),
- kolidowanie prywatnego interesu audytora z interesami spółki (Belgia).

Tak szerokie spectrum ewentualnych konfliktów zostało spisane w kodyfikacjach zwyczajów. Oprócz sytuacji specyficznych dla poszczególnych porządków prawnych większość stanów faktycznych miało lub ma miejsce w polskiej rzeczywistości. Z jednej strony świadczy to niewątpliwie o złożoności problemów korporacyjnych w kraju, a z drugiej - o niskim poziomie nadzoru korporacyjnego.

Rozwiązania europejskie pokazują także sposoby rozwiązania sytuacji konfliktowych. Kodeks ładu korporacyjnego może być w tym przypadku ostatnim ogniwem, pozwalającym rozwiązać konflikt w łonie spółki bez konieczności uciekania się do rozwiązań prawnych (i, oczywiście, drogi sądowej). W tym zakresie kodyfikacje proponują jako środki zapobiegawcze konfliktom m.in.:

- ujawnianie interesów prywatnych, mogących wywoływać sytuacje konfliktowe, w sprawozdaniach, odrębnych dla członków rady, zarządu

- i dominujących inwestorów; sprawozdanie obejmuje także ich wynagrodzenia (Belgia),
- w przypadku konfliktu interesów z udziałem członka rady decydujący głos należy do przewodniczącego rady; w razie szczególnie poważnego konfliktu rada może przegłosować wykluczenie członka ze swojego składu (Niemcy, Holandia),
 - przeciwdziałać może ściśle określenie „reguł gry”. Członek rady lub zarządu, którego osobiste interesy kolidują z interesem spółki, nie ma szans na reelekcję w radzie (Hiszpania),
 - w przypadku konfliktu wewnątrz zarządu prezes zarządu informuje o tym fakcie radę nadzorczą; jednocześnie prezes zarządu może wyłączyć takiego członka zarządu od podejmowania decyzji, dotyczących transakcji, które poddają w wątpliwość jego bezstronność (Niemcy),
 - w sytuacji decyzyjnej odnośnie transakcji, budzącej wątpliwości co do konfliktu interesów, członek zarządu lub rady nadzorczej może być zobowiązany do wpłacenia określonej kaucji (Hiszpania),
 - żadne wspólne interesy nie mogą łączyć spółki z jej audytorem (Belgia).

Stanowcze założenie w tym zakresie znaleźć można w *Hellebuyck Commission Recommendations* (Francja) – „Komisja wierzy, że nie będzie konfliktu osobistego interesu członka rady nadzorczej z interesem spółki, kiedy 1/3 składu rady stanowić będą członkowie niezależni od wewnętrznych grup nacisku”.

Cytowany wcześniej *Cadbury Report* określił, że dyrektorzy *non-executives*, występujący w sporach jako sędziowie, powinni być niezależni od menedżmentu. Tę niezależność ma zagwarantować fakt, że jednym z kanonów dobrych praktyk jest niepartycypowanie przez nich we własności spółki. „Zdroworozsądkowo” stwierdza także, że audyt jest „biznesem jak każdy”, w związku z tym za audyt powinni płacić zainteresowani inwestorzy (reguła ta nie dotyczy obowiązkowych sprawozdań rocznych).

Analiza porównawcza wybranych elementów regulacji europejskich pozwala odnieść się do dwojakiej perspektywy: Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD i polskich projektów kodyfikacji dobrych praktyk. Zasady OECD, uniwersalizujące standardy nadzoru korporacyjnego, w kontekście wzajemnych rozbieżności i specyfiki musiały być sformułowane bardzo ogólnie (pojemne dla różnych modeli rozwiązań prawnych). Polskie „Dobre praktyki (...)” stanowią zbiór szczegółowych zasad zachowania się, skierowanych zarówno do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy. Zbiór „dobrych praktyk” przedstawia podstawową część standardów ładu korporacyjnego w spółce akcyjnej, będącej spółką publiczną. Są one zatem adresowane do wszystkich aktywnych podmiotów rynku kapitałowego (także osób i instytucji zewnętrznych do spółki). W warstwie przedmiotowej „Dobre praktyki” akceptują Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD, uwzględniając jednocześnie polską specyfikę.

Generalizując, stwierdzić można, że wewnętrzne kodeksy dobrych praktyk stanowią formułę przeniesienia uniwersalnych Zasad OECD na grunt specyfiki wewnętrznej każdego z krajów członkowskich OECD.

Kodyfikacja dobrych praktyk w spółkach niepublicznych

„Statut spółki akcyjnej może zawierać dodatkowe postanowienia, chyba że z ustawy wynika, że przewiduje on wyczerpujące uregulowanie albo dodatkowe

postanowienie statutu jest sprzeczne z naturą spółki akcyjnej lub dobrymi obyczajami” (art. 304 § 4 KSH). Podobnie uchwała wspólników, sprzeczna z umową spółki bądź dobrymi obyczajami, w połączeniu z „godzeniem w interes spółki” lub „pokrzywdzeniem akcjonariusza” może być zaskarżona do sądu w powództwie o uchylenie (art. 249 § 2 KSH i art. 422 § 1 KSH). W każdym z trzech przypadków hipoteza przepisu odwołuje się do pojęcia „dobrych praktyk” (poprzednio obowiązujący w tej materii Kodeks handlowy posługiwał się pojęciem „dobrych obyczajów kupieckich”).

Odwołanie się aktu normatywnego do bliżej nieokreślonego zwrotu „dobre praktyki” każe przypuszczać, że intencją ustawodawcy było, wzorem krajów o lepiej rozwiniętych rynkach kapitałowych, zaktywizowanie zainteresowanego środowiska w kierunku napelnienia pojęcia warstwą znaczeniową (opisową). Opracowanie powszechnie akceptowanych kanonów zachowań korporacyjnych jest szczególnie istotne w kontekście rangi zacytowanych na wstępie przepisów KSH. W dwóch przypadkach sformułowanie „dobre praktyki” ma być przedmiotem rozważań praktyki sądowej (w krajach zachodnioeuropejskich, nie tylko w systemie prawa zwyczajowego, sądy chętnie w uzasadnieniach orzeczeń odwołują się do miejscowych kodeksów dobrych praktyk). Mimo różnych nawarstwionych problemów z sądownictwem gospodarczym nie ulega żadnej wątpliwości, że w tym wypadku środowisko powinno pilnie określić wzorce zachowań, które winny stać się źródłem odwołań orzecznictwa sądowego. Innym czynnikiem mobilizującym jest globalizacja kapitałowa; napływ kapitału stymuluje rozwój całej gospodarki, a inwestor przy wyborze inwestycyjnym kieruje się stabilnością rynku, którego jednym z głównych stabilizatorów jest poprawny nadzór korporacyjny. Należy zgodzić się z G. Domańskim, który twierdzi, że internacjonalizacja stosunków korporacyjnych sprawia, iż inspirację do „ratyfikowania” standardów dobrej praktyki przez orzecznictwo sądowe stanowi również doświadczenie innych państw o zbliżonym porządku prawnym. Tą drogą standardy dobrej praktyki korporacyjnej stają się miernikami dla „twardych” norm postępowania, konkretyzowanych w orzecznictwie sądowym. Orzecznictwo sądowe nie sformułuje standardów dobrej praktyki korporacyjnej w obszarze zbiorowego działania członków zarządu lub rady nadzorczej, albowiem uchwały tych organów w zasadzie nie podlegają kontroli sądowej (wyjątkiem jest badana przez sąd przesłanka niedołożenia należytej staranności). Nie oznacza to jednak „zwolnienia” członków zarządu czy rady nadzorczej z obowiązku przestrzegania norm postępowania, sformułowanych przez środowiska gospodarcze. W tym zakresie rola standardów dobrej praktyki jest szczególnie doniosła; w pewnych przypadkach stają się one jedynym wzorcem postępowania.²⁴

Geneza powstania

Formalna dyskusja na temat dobrych praktyk rozpoczęła się w 1999 r. w gronie specjalistów, reprezentujących: Komisję Papierów Wartościowych i Giełd warszawskiej GPW, Instytut Rozwoju Biznesu i Konfederację Pracodawców Prywatnych, przy współpracy ze: Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych, Stowarzyszeniem Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych i Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych. Instytucjonalną formą współpracy stał się Komitet Dobrych Praktyk pod przewodnictwem prof. Grzegorza Domańskiego.²⁵ Ostatecznie w 2002 r. Komitet Dobrych Praktyk przygoto-

wał i zredagował jednolitą wersję Zasad, poddawanych obecnie opinii środowisk rynku regulowanego.

We wstępie do przygotowanego materiału twórcy przedstawiają intencje i zamierzony skutek swojego projektu – „Dobre praktyki” nie służą ustalaniu treści regulacji prawnej ani też rozstrzygnięciu kontrowersji co do treści obowiązującego prawa; stanowią natomiast zbiór szczegółowych zasad zachowania się, skierowanych do uczestników obrotu – zarówno do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy. Niniejsza propozycja (...) przedstawia podstawową część standardów ładu korporacyjnego w spółce akcyjnej, będącej spółką publiczną”.²⁶ Zatem adresatem projektu są spółki publiczne; fluktuacja kapitału sprawia, że są one najbardziej narażone na „złe praktyki” (jednocześnie dzięki nagłaśnianiu w mediach korporacyjnych nadużyć, tam występujących, można je uznać za papierek lakmusowy całościowego obrazu jakości nadzoru).

Merytorycznie Zasady są podzielone na obszary tematyczne, odnoszące się do poszczególnych organów spółki, a mówiąc inaczej - do wyodrębnionych, wewnętrznych uczestników gry sił w spółce. Podział obejmuje:

- Zasady ogólne,
- Dobre praktyki walnych zgromadzeń,
- Dobre praktyki rad nadzorczych,
- Dobre praktyki zarządów.

Zasady ogólne w założeniu mają być wyznacznikiem dobrych praktyk w działaniu wszystkich organów spółki. Katalog ten obejmuje takie kluczowe kwestie jak:

- zasada rządów większości i ochrony mniejszości,
- wymóg uczciwych intencji i nienadużywania uprawnień,
- prymat kontroli sądowej,
- prymat wykładni funkcjonalnej (przy podejmowaniu decyzji powinno się uwzględniać cel, dla którego wprowadzono dany przepis lub instytucję prawną).

Wymienione reguły odnoszą się przedmiotowo do źródeł najczęstszych konfliktów korporacyjnych w polskich spółkach (relacje dominujący inwestor – inwestorzy mniejszościowi, działanie członków zarządu i rady nadzorczej na niekorzyść spółki).

Konstrukcja treściowa Zasad opiera się na wyróżnieniu pewnych obszarów merytorycznych (według podmiotowego kryterium – organów spółki), a następnie sformułowaniu poszczególnych „dobrych praktyk” w kolejnych punktach (zastosowano łączną numerację jedną dla całego dokumentu), których jest w sumie 85.

W warstwie merytorycznej charakter zapisów opiera się na dwóch podstawowych zabiegach frazeologicznych:

- sformułowaniu o charakterze powinnościowym np. „Członek rady nadzorczej powinien posiadać wykształcenie, doświadczenie zawodowe oraz doświadczenie życiowe, które pozwolą mu w sposób właściwy wykonywać mu swoje funkcje”,
- negacji „złych praktyk”, które nie powinny mieć miejsca – „Treść i forma oraz sposób zadawania pytań nie powinny prowadzić do powstawania nie-

uzasadnionego opóźnienia w pracach Walnego Zgromadzenia ani też utrudniać tych prac”.

Autorzy zasad przy doborze członków rad nadzorczych opowiadają się za przestrzeganiem kryterium kompetencyjności. Istotny jest także zapis o reprezentacji członka rady, który powinien reprezentować ogół akcjonariuszy i samą spółkę, a nie tylko grupę, która delegowała go do rady nadzorczej.

W odniesieniu do Walnego Zgromadzenia zwraca uwagę zapis, adresowany bezpośrednio do interesującej mnie materii spółek Skarbu Państwa. Punkt 21, odnoszący się do podstawowego prawa korporacyjnego, jakim jest prawo do informacji, stanowi, że „na Walnych Zgromadzeniach spółek publicznych oraz innych spółek, kontrolowanych bezpośrednio lub pośrednio przez Skarb Państwa lub samorząd terytorialny, nie należy utrudniać lub odmawiać dziennikarzom dostępu do sali obrad celem obserwacji przebiegu Walnego Zgromadzenia ani do materiałów, przygotowanych dla akcjonariuszy w związku z Walnym Zgromadzeniem”.

Wyraźnie podkreślony został kanon (co, zresztą, usankcjonował KSH) reprezentacji przez członka zarządu samej spółki. Zasady przyzwalają, nawet więcej – zachęcają (sformułowanie „powinien”) członków zarządu do partycypowania we własności. W stosunku do opcji menedżerskich twórcy zgłaszają jedno kluczowe zastrzeżenie, członek zarządu powinien ograniczyć do minimum dokonywanie transakcji, których przedmiotem będą jego własne akcje. „Zasady dokonywania (...) tych transakcji i innych inwestycji związanych z aktywami spółki (...) powinny być jawne i jednoznacznie określone w wewnętrznych regulacjach spółki” (pkt 64).

Sporo uwagi poświęcono także dwóm innym kwestiom, które strukturalnie znalazły się w obrębie zapisów, dotyczących zarządu, ale można je, moim zdaniem, odnieść do szerszej perspektywy ładu korporacyjnego w spółce. Znane z kodyfikacji europejskich zapisy o konflikcie interesu osobistego członka zarządu z interesem spółki proponują w razie takiego konfliktu powstrzymanie się od głosu w procesie decyzyjnym, zakaz uprzywilejowania kontrahentów, powiązanych w formalny lub nie formalny sposób z członkiem zarządu, oraz bezwzględny nakaz poinformowania rady nadzorczej o zaistniałym konflikcie. Drugą uniwersalną kwestią jest uregulowanie, próbujące standaryzować zasady wynagradzania. Wynagrodzenie członków zarządu powinno opierać się na ściśle określonych przejrzystych kryteriach i odpowiadać wielkości przedsiębiorstwa spółki, jego rentowności, a także odpowiedzialności, wynikającej z pełnionej funkcji (pkt 78 i 79).

Zasady odnoszą się także do wymogu poprawności relacji między spółką a jej *stakeholders*. Jako długookresowy interes spółki zostały określone poprawne relacje zarządu z pracownikami i kontrahentami spółki (pkt 69).

Analiza „Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych” każe zwrócić uwagę na dużą kazuistyczność zapisów. Zasady stanowią, moim zdaniem, udaną próbę przełożenia na język „miękkiego prawa” dwóch powiązanych ze sobą niezeralnie elementów: nakreślenia katalogu złych zachowań, łamiących ład korporacyjny, i pokazania środków zaradczych, standaryzujących zachowania. Zakres regulacji świadczy też o dużej praktycznej znajomości kodyfikowanego tematu. W tym duchu wypowiedział się też przewodniczący Komitetu Dobrych Praktyk, prof. Grzegorz Domański, opisując genezę powstania Zasad – „Czytanie prac

i osobiste uczestnictwo w różnych wydarzeniach, związanych z przebiegiem walnych zgromadzeń spółek publicznych, doprowadziło nas do wniosku, że trzeba zrobić coś, co zaradziłoby pojawianiu się tam gorszących scen (...). Pierwszym etapem prac nad zapobieganiem tego typu sytuacjom było zaproszenie do współpracy radców prawnych i adwokatów, o których wiedzieliśmy, że specjalizują się w (...) prowadzeniu walnych zgromadzeń. Ci prawnicy sami często stosowali rozwiązania, zaliczane do złych praktyk (...) poprosiliśmy ich, by przygotowali nam zbiór takich złych praktyk. Kiedy już spisali wszystkie wykrety prawne, które stosowali, wspólnie zastanowiliśmy się, jakie zaproponować reguły, by wyeliminować to, co sami wskazali”.²⁷ W warstwie regulacyjnej potwierdzeniem cytowanych słów może być np. zapis o osobie, otwierającej Walne Zgromadzenie, która powinna doprowadzić do niezwłocznego wyboru przewodniczącego, powstrzymując się od jakichkolwiek innych rozstrzygnięć merytorycznych (pkt 15). Podobnie brzmienie pkt 42, mówiące, że „członek rady nadzorczej nie może przekazywać akcjonariuszowi, dzięki głosom którego uzyskał mandat, niedostępnych opinii publicznej informacji o spółce”. Obie przedstawione przykładowo sytuacje z hipotezy zapisów w praktyce korporacyjnej są przykładem licznych nadużyć.

Praktyczna implementacja zasad ładu korporacyjnego

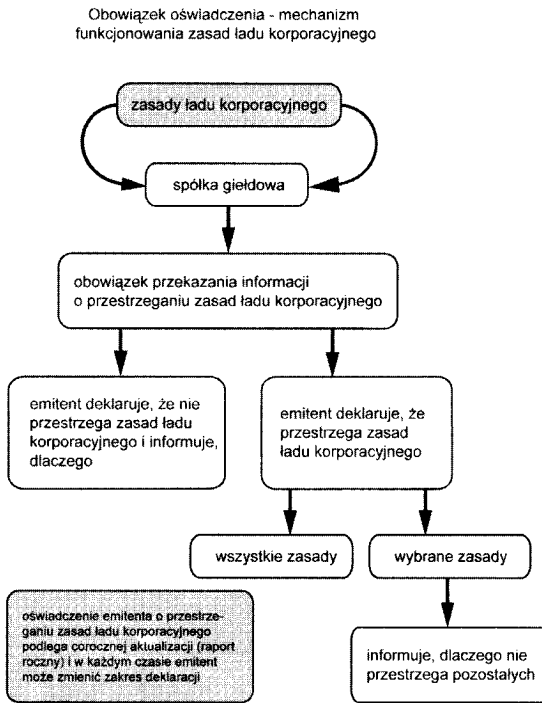
Naczelną zasadą, przyjętą w procesie implementacji, jest dyrektywa *comply or explain* (stosuj lub wyjaśnij). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie zobowiązała zarządy spółek, notowanych w obrocie giełdowym, do złożenia wyraźnego oświadczenia, wyznaczając w tym celu nieprzekraczalny termin 31 grudnia 2002 r. Deklarację należało złożyć w formie raportu bieżącego. Raporty poszczególnych spółek mają zostać upublicznione na stronie internetowej GPW.

Zgodnie z dyspozycją dyrektywy „stosuj lub wyjaśnij” zarząd spółki giełdowej ma obowiązek przekazać informację o przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego (kodyfikacja „Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych w 2002 r.”). Wymóg poinformowania Giełdy nie jest równoznaczny z obowiązkiem przestrzegania kodeksu „Dobrych praktyk”. Spółka może poinformować, że nie będzie przestrzegać przyjętej kodyfikacji w całości lub określonych, pojedynczych zasad ładu korporacyjnego. W tym ostatnim przypadku obowiązek informacyjny obejmuje wyjaśnienie przyczyn nieprzestrzegania danej zasady ładu korporacyjnego.

Podstawowy mechanizm funkcjonowania zasad ładu korporacyjnego obrazuje poniższy schemat.

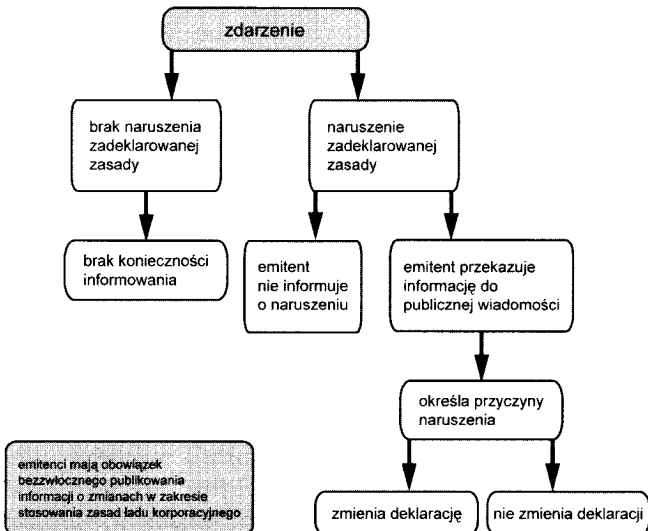
Nałożone na spółkę (jej organ wykonawczy) zobowiązanie do informowania o przestrzeganiu ładu korporacyjnego ma kluczowe znaczenie także na etapie stosowania kodeksu „Dobrych praktyk”. Spółka ma obowiązek bezwłocznego publikowania informacji o wszystkich zmianach w zakresie stosowania zasad ładu korporacyjnego. Informacja taka powinna zawierać dwa elementy:

- określenie przyczyny naruszenia zasady,
- stanowisko spółki w kwestii dalszego przestrzegania naruszonej zasady.



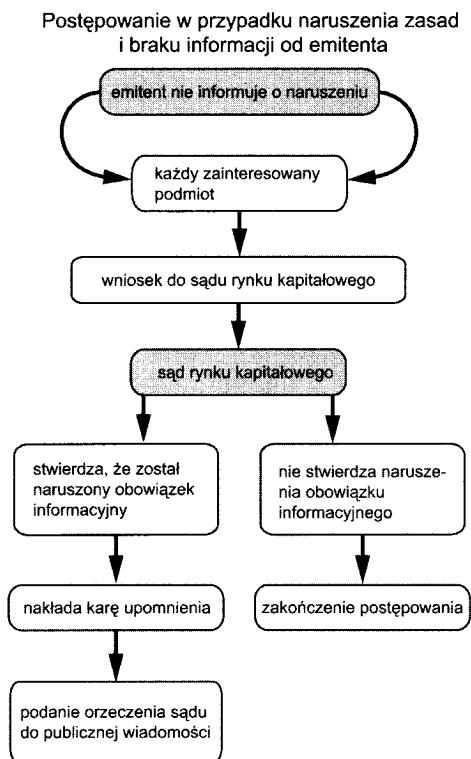
Rysunek 1. Schemat funkcjonowania zasad ładu korporacyjnego. Opracowano na podstawie materiałów przygotowanych przez GPW na spotkanie z Emitentami na temat „Praktycznej implementacji zasad ładu korporacyjnego”, która odbyła się 30 września 2002 r.

Emitent zadeklarował przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego



Rysunek 2. Schemat postępowania emitenta w przypadku wystąpienia zdarzenia naruszającego zasady ładu korporacyjnego. Opracowano na podstawie materiałów, przygotowanych przez GPW na spotkanie z Emitentami, które miało miejsce 30 września 2002 r.

W przypadku deklaracji stosowania w praktyce korporacyjnej spółki dokumentu „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.” w całości lub z wyłączeniem enumeratywnie określonych zasad – naruszenie obowiązku informacyjnego w tym zakresie może być podstawą do wszczęcia postępowania przed Sądem Rynku Kapitałowego. Z pozwem do Sądu Rynku Kapitałowego może wystąpić każdy zainteresowany podmiot, wpłacając uprzednio 1000 zł tytułem opłaty sądowej.



Rysunek 3. Schemat postępowania w przypadku naruszenia zasad i braku informacji od emitenta. Opracowano na podstawie materiałów, przygotowanych przez GPW na spotkanie z Emitentami, które miało miejsce 30 września 2002 r.

Sąd Rynku Kapitałowego ma stanowić kontynuację i rozszerzenie działalności stałego sądu polubownego – Sądu Giełdowego. Sędziów na 3-letnią kadencję powoływać mają wspólnie: Walne Zgromadzenie Giełdy i instytucje kapitałowe, np. stowarzyszenia: Emitentów, Inwestorów Indywidualnych, Inwestorów Instytucjonalnych. Instytucje, powołujące Sąd Rynku Kapitałowego, powinny określić jego regulamin.

Dla skutecznej implementacji „Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych w 2002 r.” oraz ich stosowania istotne znaczenie ma przestrzeganie przez spółkę obowiązku informacyjnego. Wymóg taki z jednej strony jest niewątpliwie formą presji, skierowanej na spółkę ze strony Giełdy, z drugiej zaś strony - instrumen-

tem porządkującym sferę *corporate governance*, co w perspektywie okaże się, jak sądzię, korzystne zarówno dla rynku kapitałowego, jak i samej spółki.

Analizując projekt Zasad Dobrych Praktyk, wypada wspomnieć o alternatywnym projekcie – Kodeksie Dobrych Praktyk, przygotowanym w ramach prac Instytutu Badań Nad Gospodarką Rynkową, który w przeciwieństwie do Zasad nie uzyskał oficjalnego poparcia głównego regulatora obrotu kapitałowego – Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Projekt ten, oparty w dużej mierze na Zasadach OECD i rozwiązaniach obcych, formułuje 7 głównych Zasad, których rozwinięciem są rekomendacje. Główne Zasady kolejno stanowią:

- Podstawowym celem funkcjonowania spółki powinno być działanie we wspólnym interesie wszystkich akcjonariuszy, rozumianym jako tworzenie wartości dla akcjonariuszy.
- Skład rady nadzorczej powinien sprzyjać obiektywnemu sprawowaniu nadzoru nad sprawami spółki i uwzględniać interesy akcjonariuszy mniejszościowych.
- Kompetencje rady nadzorczej (...) powinny zapewniać skuteczne funkcjonowanie rady.
- Sposób zwołania i organizacji Walnego Zgromadzenia oraz jego przebieg nie powinny naruszać interesów i praw akcjonariuszy. Dominujący akcjonariusz nie powinien utrudniać realizacji praw korporacyjnych przez pozostałych akcjonariuszy.
- Spółka nie powinna stosować narzędzi uniemożliwiających dokonania przejęcia wbrew interesom akcjonariuszy.
- Spółka powinna zapewniać efektywny dostęp do informacji (...).
- Sposób wyboru audytora powinien zapewniać niezależność jego opinii.

Pamiętać należy, że tak naprawdę o powodzeniu każdego zbioru norm zwyczajowych nie decydują nawet najlepsze opinie teoretyków, ale akceptacja środowiska (uczestników gry kapitałowej), dysponującego środkami kapitałowymi. Ekspiacja środowiska musi mieć charakter czynny poprzez stosowanie się do zaleceń, sformułowanych w projekcie „Dobrych Praktyk” Dlatego też za trafne uważam podkreślanie na każdym forum przez twórców Zasad ich otwartego katalogu. Niepoślednią rolę edukacyjną w aktywizacji inwestorów giełdowych ma też do odegrania instytucja GPW – może wpływać na ich zachowania rynkowe.

Znaczenie kodyfikacji

Założenia dobrych praktyk korporacyjnych rozumiem nie tylko jako głos w dyskusji środowiska teoretyków i praktyków nadzoru korporacyjnego, zainteresowanych w przyjęciu *consensusu*, dotyczącego standardów zachowań, ale znacznie szerzej - jako próbę kodyfikacji zwyczaju, obowiązującego w relacjach między organami spółki. W polskich realiach, gdzie kultura korporacyjna jest jeszcze ciągle odległa od powszechnie akceptowanych standardów (nierozzerwalny pomost, łączący wewnętrzną praktykę z Zasadami Nadzoru Korporacyjnego OECD), przyjęcie Kodeksu Dobrych Praktyk musi stać się odniesieniem, wymuszającym standaryzację zachowań korporacyjnych. Biorąc pod uwagę charakter prawny kodyfikacji dobrych praktyk jako źródła prawa (miękkie źródło prawa), nie ulega wątpliwości, że proces standaryzacji zachowań jest przedsięwzięciem trudnym i czasochłonnym. Jeśli przyjmiemy, że zapisy Zasad Nadzoru Korpora-

cyjnego OECD operują ogólnością sformułowań (jest to cena za ich uniwersalność), to wewnętrzne kodeksy dobrych praktyk przenoszą ogólne zasady na grunt wewnętrzny.

W 1996 roku firma doradcza *McKinsey* przeprowadziła na rynku amerykańskim badania, dotyczące znaczenia, jakie potencjalni inwestorzy przywiązują do jakości nadzoru korporacyjnego, sprawowanego w spółce.²⁸ Wyniki badań potwierdziły tezę, że dla „głosujących swoimi pieniędzmi” inwestorów kapitałowych przestrzeganie standardów korporacyjnych ma istotne znaczenie przy podejmowaniu decyzji transakcyjnych. Około 2/3 potencjalnych inwestorów w sytuacji, gdy ma do wyboru zakup akcji dwóch atrakcyjnych rynkowo firm, wybiera, a nawet skłonna jest zapłacić więcej za akcje tej firmy (średnio o 16%), która legitymuje się w ich ocenie lepszym systemem nadzoru właścicielskiego.

Charakterystyczne, że przyjęte regulacje, standaryzujące poprawne zachowania korporacyjne, mają z reguły formę „miękkiego prawa”. Uwaga powyższa dotyczy zarówno uniwersalnych dla różnych systemów porządku prawnego Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD, jak również analizowanych przez mnie krajowych kodeksów dobrych praktyk. Każda z tych prób stanowienia (bardziej spisania) prawa zwyczajowego, uwzględniając regionalną specyfikę rynku kapitałowego, stanowi obszar analizy pozwalający wychwycić główne lokalne problemy z tego zakresu. Prawne znaczenie standardów korporacyjnych wykracza poza ramy typowo badawcze, łącząc się z praktyką sądową. Doktrynalnie w podobnym duchu należy potraktować polski projekt Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych. Standaryzacja zachowań korporacyjnych powinna przyspieszyć rozwój polskiego rynku kapitałowego, pewność obrotu może zachęcić obcych inwestorów do lokowania środków. Kodeks spółek handlowych z kolei, poprzez odpowiednie zapisy, zachęca judykaturę do powoływania się na standardy korporacyjne w procesie orzekania.

Na tym tle prawa zwyczajowego stosunkowo wąski zakres wspólnotowego prawa stanowionego dotyka materii nadzoru korporacyjnego. Poszczególne kraje członkowskie wołały ten problem pozostawić regulacjom krajowym, uniwersalnym wyznacznikiem standardów czyniąc jedynie Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD.

Informacja o autorze

mgr Artur Malinowski, doktorant na Wydziale Zarządzania UW (Zakład Społeczno-Prawnych Problemów Zatrudnienia), zastępca redaktora naczelnego w tygodniku „Serwis Prawno-Pracowniczy”, Artur.Malinowski@infor.pl

Przypisy

- Większość regulacji typu konwencyjnego – Dyrektywy Rady Unii Europejskiej - nie dotyczy bezpośrednio sfery *corporate governance*, tylko pośrednio odnosi się do zagadnienia ochrony inwestorów i akcjonariuszy. Wzajemnych relacji w trójkącie wewnętrznym spółki: akcjonariusze – zarząd – rada nadzorcza dotyczy bezpośrednio jedynie Piąta Dyrektywa, która ostatecznie nie uzyskała powszechnej akceptacji państw członkowskich. Treść projektu Piątej Dyrektywy jest znacznie obszerniejsza od treści samych Za-

- sad OECD. Zawiera ona obszerną część, dotyczącą organu właścicielskiego (tryb zwoływania zwyczajnego i nadzwyczajnego WZ, sposobu podejmowania uchwał, a także ich zaskarżania – art. 22-47). Szeroko unormowano także funkcjonowanie organów zarządzająco-nadzorujących; co warte podkreślenia - odrębnie dla obydwu modeli nadzoru. Regulacja w tym zakresie obejmuje: sposób powoływania i odwoływania zarządów spółki, ich kompetencje, a także system gwarancji prawidłowego wykonywania obowiązków przez członków organów spółki.
2. Koncepcję „*soft law*” upowszechnił I. Seidl-Hochenveld w „International Law and its Sources”, Liber Amicorum Haarten Bos, str. 147-167.
 3. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) zrzesza: Austrię, Belgię, Kanadę, Danię, Francję, Niemcy, Grecję, Islandię, Irlandię, Włochy, Luksemburg, Holandię, Norwegię, Portugalię, Hiszpanię, Szwecję, Szwajcarię, Turcję, Wielką Brytanię, Stany Zjednoczone – jako kraje założycielskie; oraz: Japonię, Finlandię, Australię, Nową Zelandię, Meksyk, Czechy, Węgry, Polskę, Koreę Płd. – jako kraje, które przystąpiły do Organizacji. Polska przystąpiła do organizacji 22 listopada 1996 r.
 4. G. Domański, „W imieniu właścicieli. Prawo akcyjne”, Rzeczpospolita z 10 maja 2000 r.
 5. Art. 20 ustawy z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.) stanowi, że „Wspólnicy albo akcjonariusze spółki kapitałowej powinni być traktowani jednakowo w takich samych okolicznościach”.
 6. Art. 15 § 1 KSH określił, że „zawarcie przez spółkę kapitałową umowy kredytu, pożyczki, poręczenia (...) z członkiem zarządu, rady nadzorczej, komisji rewizyjnej, prokurentem, likwidatorem (...), wymaga zgody zgromadzenia wspólników albo Walnego Zgromadzenia (...)”.
 7. Ustawa z 21 sierpnia 2001 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2002 r. Nr 49, poz. 447) oraz ustawa z 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (Dz.U. z 2001 r. Nr 17, poz. 209 ze zm.).
 8. M. Isaksson – Główny Administrator w biurze OECD Paryż – przedstawił swoje poglądy w trakcie konferencji „Corporate Governance – Zasady nadzoru korporacyjnego OECD”, która odbyła się w dniu 30 maja 2000 r. w Warszawie.
 9. A. Szumański, „Zasady nadzoru korporacyjnego OECD”, materiały z konferencji „Corporate Governance - Zasady nadzoru korporacyjnego OECD”, Warszawa 30 maja 2000 r.
 10. Ibidem
 11. A. Szumański, op. cit., str. 7.
 12. The Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report) z grudnia 1992 r., rozdz. 1 punkt 1.
 13. The Governace of Spanish Companies (Olivencia Report) z lutego 1998 r., rozdz. 2.
 14. Dual Code of the Brussels Stock Exchange and the Belgian Banking and Finance Comission z grudnia 1998 r., część 1 pkt 2.
 15. Recommendations on Corporate Governance (Securities Market Comm'n Recommendations) z listopada 1998 r.
 16. Recommendations on Corporate Governance (Hellebuyeck Commission Recommendations) z czerwca 1998 r.

17. Recommendations For Good Corporate Governance in Denmark z grudnia 2001 r.
18. Corporate Governance Rules for Qvoted German Companies z czerwca 2000 r., zasada 1.
19. Forty Recommendations on Corporate Governance in Netherlands (Peters Report) z czerwca 1997 r., wstęp pkt. 1.2.
20. Code of Conduct For Listed Companies (Preda Report) z października 1999 r., raport 2
21. Principles of Corporate Governance (Federation of Greek Industries Principles), z sierpnia 2001 r., § 1 pkt 5.
22. Corporate Governance for Public Limited Companies ze stycznia 1997 r.
23. Rozwiązanie hiszpańskie w tym zakresie stanowi, że należy określić sytuacje, w których interes członka rady czy zarządu koliduje z interesem spółki. Podobnie tę kwestię rozwiązuje regulacja portugalska.
24. G. Domański, Teza z wystąpienia w trakcie V konferencji Corporate Governance – Ład korporacyjny. Walne zgromadzenia – standardy korporacyjne (maj 2001 r.).
25. W Skład Komitetu Dobrych Praktyk weszli także: Henryka Bochniarz (Prezydent Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych), Krzysztof A. Lis (Prezes Instytutu Rozwoju Biznesu), Wiesław Rozłucki (Prezes Giełdy Papierów Wartościowych), Jacek Socha (Przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd) oraz prof. Stanisław Sołtysiński (Kancelaria Sołtysiński, Kawecki & Szlęzak Doradcy Prawni).
26. Na podstawie projektu Zasad „wydanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.
27. Cytowany fragment pochodzi z wystąpienia w trakcie posiedzenia Komisji Skarbu Państwa, Uwłaszczenia i Prywatyzacji na temat kodyfikacji Kodeksu Nadzoru Korporacyjnego, jakie miało miejsce 26 lutego 2002 r. (stenogram).
28. R.F. Felton, A. Hudnut, J. van Heeckeren, „Putting a value on corporate governance”, *The McKinsey Quarterly* nr 4/1996 r., str. 170.

Bibliografia

- Domański, G. 2000. W imieniu właścicieli. Prawo akcyjne. *Rzeczpospolita* 10 maja.
- Domański, G. 2001. Wystąpienie na V konferencji Corporate Governance – Ład korporacyjny. Walne zgromadzenia – standardy korporacyjne.
- Felton, R.F. i A. Hudnut, J. van Heeckeren. 1996. Putting a value on corporate governance. *The McKinsey Quarterly* nr 4.
- Isaksson, M. 2000. Wystąpienie na konferencji Corporate Governance – Zasady nadzoru korporacyjnego OECD. 30 maja, Warszawa.
- Seidl-Hochenveld, I. International Law and its Sources, Liber Amicorum Haarten Bos, str. 147-167.
- Szumański, A. 2000. *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*. Wystąpienie na konferencji Corporate Governance – Zasady nadzoru korporacyjnego OECD. 30 maja, Warszawa.