

MICHAŁ ROMANOWSKI
PIOTR HAIDUK

Oddziaływanie Komisji Nadzoru Finansowego na kwestie korporacyjne w zakładach ubezpieczeń w świetle *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*

W 2014 r. Komisja Nadzoru Finansowego przyjęła dokument pod nazwą Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych. Dokument ten dotyczy rekomendowanego przez Komisję ułożenia wewnętrznych stosunków korporacyjnych w podmiotach nadzorowanych przez KNF. Ocena większości postanowień Zasad Ładu Korporacyjnego w części dotyczącej tzw. corporate governance powinna być bardzo krytyczna. Wiele z proponowanych przez Komisję zasad narusza podstawowe zasady (fundamenty) prawa spółek (normy-zasady) lub konkretne normy-reguły k.s.h. Ponadto źle rozumiany paternalizm twórców Zasad Ładu Korporacyjnego prowadzi do formułowania licznych zasad, które albo są oczywiste, albo mają nikłe znaczenie praktyczne.

Słowa kluczowe: Zasady Ładu Korporacyjnego, Komisja Nadzoru Finansowego, prawo spółek, natura spółki kapitałowej.

I. Cele wprowadzenia Zasad Ładu Korporacyjnego instytucji nadzorowanych

Na 222 posiedzeniu KNF w dniu 22 lipca 2014 r. jednogłośnie została przyjęta uchwała KNF o wydaniu Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych („ZŁK”). Zgodnie z preambułą dokumentu, KNF uchwaliła ZŁK, mając na uwadze: (i) cele nadzoru (m.in. prawidłowe funkcjonowanie, stabilność oraz zaufanie do rynku finansowego); (ii) zadania ustawowe KNF, która ma obowiązek podejmować działania służące prawidłowemu funkcjonowaniu rynku; (iii) doświadczenia nadzorcze. W efekcie ZŁK mają stanowić dodatkowe narzędzie prawne do ochrony klientów (deponentów, ubezpieczonych itd.) oraz stabilności sektora finansowego.

II. Istota problemu

Istota problemu sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy ZŁK są rzeczywiście adekwatnym i dobrze skonstruowanym narzędziem do realizacji tych celów. Inną kwestią – acz fundamentalną z punktu widzenia zasad demokratycznego państwa prawa – jest ustalenie, czy KNF miała podstawę prawną do wydania ZŁK ze skutkiem faktycznie wiążącym dla instytucji nadzorowanych. Zagadnienie to zostało szczegółowo przeanalizowane w odrębnym artykule¹. W każdym razie, analiza ZŁK prowadzi do następujących wniosków: (i) stanowią one bardzo głęboką ingerencję w naturę i ustrój spółek kapitałowych; (ii) stanowią faktycznie *quasi*-przepis prawa, a nie *soft law*, będąc elementem oceny w ramach BION.

III. Przyjęte założenia metodologiczne

1. Celem niniejszego artykułu nie jest poddanie analizie wszystkich postanowień ZŁK. Nie tylko nie jest to możliwe, m.in. ze względu na obszerność ZŁK i ograniczone ramy objętościowe artykułu, ale także nie jest to konieczne z punktu widzenia zasadniczego celu prowadzonej analizy, jakim jest ustalenie, czy słuszne cele nadzoru zostały rozwiązane za pomocą ZŁK w sposób właściwy i efektywny. W związku z tym badaniu będą poddane wybrane paragrafy ZŁK tj. § 8, 9, 10, 12 i 14, a zastosowana argumentacja będzie dotyczyć wyłącznie aspektów koniecznych z punktu widzenia przyjętej metodologii.

2. ZŁK muszą respektować wartości wynikające z norm prawa spółek o charakterze naczelnym.

Wyróżnienie norm-zasad i norm-reguł prawa spółek jest kluczowe z punktu widzenia prowadzonej analizy. Badanie zgodności postanowień ZŁK z k.s.h. nie może bowiem ograniczać się do wskazania konkretnego przepisu (normy-reguły) kazuistycznie regulującego określone zagadnienie. Badanie takie wymaga odniesienia ZŁK do natury spółki kapitałowej wywodzonej z celu całości przepisów prawa spółek regulujących konstrukcję cywilno-prawną spółki kapitałowej.

Prawo jest bowiem zbiorem różnorodnych dyrektyw uzasadnionych aksjologicznie i będących podstawą orzekania o uprawnieniach i obowiązkach, które składają się z zasad oraz reguł. Stanowią one przesłanki wydawania i uzasadniania rozstrzygnięć w konkretnych sprawach². Reguły wyznaczają sędziemu wzorzec zachowania się, czyli kryteria, którymi powinien się kierować przy rozstrzygnięciu konkretnej sprawy mieszczącej się w treści reguły³. Jeżeli w takich samych okolicznościach system prawa wyznacza dwie reguły postępowania, wówczas występuje konflikt, który wymaga rozstrzygnięcia na rzecz jednej z nich. Zasady prawa występują w dwóch znaczeniach: opisowym i dyrektywalnym.

-
1. Zob. M. Romanowski, A. Weber-Elżanowska, *Kilka refleksji na temat kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego do wydania „Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych”*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2016, nr 3.
 2. Na temat zasad prawa zob. m.in. S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, Ars Boni et Aequi, Poznań 1997, s. 78–79 oraz s. 188–189; S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zasady prawa. Zagadnienia podstawowe*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1974, s. 28–48; T. Gizbert-Studnicki, *Zasady i reguły prawne*, „Państwo i Prawo” 1988, nr 3; M. Safjan [w:] *System Prawa Prywatnego. Tom 1. Prawo cywilne – część ogólna*, red. M. Safjan, CH Beck, Warszawa 2007, s. 261 i nast.
 3. Zob. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa...*, s. 189.

W znaczeniu opisowym zasada prawa określa wzorzec (model) danego rozwiązania prawnego (instytucji prawnej) rekonstruowany na podstawie oznaczonego materiału normatywnego (np. przepisów składających się na daną gałąź prawa lub tylko ustawę) wyznaczający cechy konstytutywne danej instytucji prawnej. Zasady prawa w znaczeniu opisowym nie stanowią wytycznych postępowania. Nie wyrażają one żadnych ocen ani dyrektyw, choć mogą stanowić podstawę do ich sformułowania, np. w postaci postulatów *de lege ferenda*. W takim znaczeniu zasady prawa spółek kapitałowych **określają** wzorzec (model) spółki kapitałowej jako instytucji prawnej, rekonstruowany na podstawie przepisów k.s.h. dotyczących spółki kapitałowej i określający jej cechy konstytutywne. **ZŁK nie mogą prowadzić do deformacji takiego modelu wyznaczonego zasadami prawa spółek.**

W znaczeniu dyrektywalnym zasada prawa to obowiązująca norma o podstawowym (fundamentalnym) znaczeniu dla danego porządku prawa, gałęzi prawa, ustawy stanowiąca wytyczną postępowania. Zasadom prawa w znaczeniu dyrektywalnym przypisuje się szczególną rolę w stosowaniu prawa, gdyż wytyczają one granice, w których powinny mieścić się inne normy postępowania (normy-reguły). Zasady prawa służą bowiem uporządkowaniu norm danego systemu prawa, gałęzi prawa czy oznaczonej ustawy tak, aby stanowiły one zbiór wyodrębniony według pewnego systemu wartości, a więc mający spójne uzasadnienie aksjologiczne. W tym sensie zasady prawa pełnią rolę szczególną, odmienną od innych norm-reguł, gdyż „przenikają” wszystkie normy-reguły składające się wraz z normami-zasadami na dany zbiór norm, wywierając decydujący wpływ na interpretację norm-reguł. Ma to w szczególności znaczenie dla wykładni funkcjonalnej. W tym sensie uzasadnione jest traktowanie zasad prawa jako norm o charakterze ogólnym (naczelnym).

W takim znaczeniu takie zasady prawa spółek jak:

- 1) zasada zakazu konfliktu *agency*,
- 2) zasada ograniczonego ryzyka inwestycyjnego udziałowców,
- 3) zasada braku odpowiedzialności udziałowców za zobowiązania spółki,
- 4) zasada ochrony majątku spółki w interesie wierzycieli,
- 5) zasada wydzielenia funkcji właścicielskich i zarządczych,
- 6) zasada relacji powierniczej między zarządzającymi a udziałowcami,
- 7) zasada jednakowego traktowania udziałowców spółki kapitałowej,
- 8) zasada władzy większości, zasada ochrony mniejszości,

to obowiązujące normy prawa spółek kapitałowych o podstawowym (fundamentalnym) znaczeniu dla przepisów regulujących tworzenie i funkcjonowanie spółek kapitałowych stanowiące wytyczną postępowania.

Przedstawione normy-zasady prawa spółek w znaczeniu dyrektywalnym są szczególnie istotne w stosowaniu prawa o spółkach kapitałowych, gdyż wytyczają one granice, w których powinny mieścić się inne normy-reguły prawa o spółkach kapitałowych. Są to normy o charakterze ogólnym (naczelnym) mające fundamentalny wpływ na interpretację innych norm-reguł prawa o spółkach kapitałowych. Zasady te służą uporządkowaniu norm prawa o spółkach kapitałowych tak, aby stanowiły one zbiór wyodrębniony według kryterium wartości odwołującej się do cech konstytutywnych spółki kapitałowej. W tym sensie przywołane zasady prawa spółek, podobnie jak każda zasada prawa, pełnią rolę szczególną, odmienną od roli innych norm-reguł k.s.h., gdyż przenikają one wszystkie normy-reguły prawa o spółkach kapitałowych.

Podobnie jak każda zasada prawa, w odróżnieniu od innych norm-reguł prawa spółek kapitałowych, zasady prawa spółek nie określają prostych wzorców zachowania sędziego przy rozstrzygnięciu

konkretnej sprawy. Zasada ta wskazuje sędziemu wartości (racje), którymi powinien kierować się przy rozstrzyganiu konkretnych spraw z zakresu stosunków wewnętrznych spółki, w tym o charakterze ustrojowym, praw i obowiązków udziałowców, relacji między organami spółki. Zasada prawa spółek, odmiennie niż normy-reguły zawarte w przepisach k.s.h., nie wyznacza treści rozstrzygnięcia. Jej funkcją, podobnie jak każdej zasady prawa, jest zabezpieczenie aksjologii regulacji kodeksowej w zakresie spółek kapitałowych, a nie „dawanie gotowej recepty” na rozstrzygnięcie.

3. Wszelkie inicjatywy dotyczące ładu korporacyjnego nie mogą (pomijając ich charakter prawny) pomijać charakteru Kodeksu cywilnego jako ustawy organicznej (swoistej konstytucji) prawa prywatnego i Kodeksu spółek handlowych jako ustawy organicznej (swoistej konstytucji) prawa spółek. W teorii prawa prywatnego bezsporny jest pogląd, stosownie do którego Kodeks jest powszechną i podstawową ustawą prawa prywatnego, a więc stanowiącą punkt odniesienia dla wszelkiego rodzaju inicjatyw z zakresu prawa prywatnego. Trafnie podnosi się, że ma to doniosłe znaczenie dla zachowania jednolitości rozumienia najważniejszych instytucji i konstrukcji prawa prywatnego, w tym prawa spółek. Znaczenie Kodeksu staje się jeszcze ważniejsze w dobie pogłębiającego się chaosu normatywnego oraz licznych inicjatyw zaliczanych (czasami trafnie, a czasami nietrafnie) do obszaru tzw. *soft law*. Dążenie do uporządkowania i właściwej systematyki podstawowych zasad, instytucji i pojęć z zakresu prawa prywatnego, w tym prawa spółek, jest istotnym instrumentem gwarancji pewności, stabilności i przewidywalności wykładni prawa, a więc pewności prawa.

4. Celem niniejszego artykułu jest przykładowe omówienie, jakie normy-zasady prawa spółek są naruszone przez ZŁK, stąd dalsza analiza będzie ograniczać się do zagadnień wybranych, ale które mają najistotniejsze znaczenie dla oceny czy ZŁK w sposób zgodny z prawem mogą być uznane za adekwatny i efektywny środek do osiągnięcia celów sformułowanych przez KNF.

IV. Regulacje krajowe i unijne dotyczące prawa spółek a ład korporacyjny przyjęty w ZŁK

A. Relacja między spółką kapitałową a jej wspólnikami (akcjonariuszami) w polskim prawie spółek

1. Spółka (w tym spółka kapitałowa) jest tworem konwencjonalnym – istnieje wyłącznie ze względu na rozpoznawanie jej przez określoną konwencję społeczną (w tym przypadku: system prawny). System prawa uznaje, że spółka jest odrębnym od jej wspólników podmiotem prawa, który może we własnym imieniu występować w obrocie gospodarczym. Prawnym wynalazkiem jest **podmiotowość prawna spółki**, a nie **autonomia jej interesu**.

2. W doktrynie prawa spółek trafnie zwraca się uwagę, że postrzeganie spółki jako instytucji oraz podmiotu prawa **utrudnia prawidłową ocenę rzeczywistej centralnej roli wspólnika (ogółu wspólników) w spółce**⁴. Andrzej Szajkowski słusznie podkreśla, że „[...] każda spółka jest przede wszystkim prywatno-prawną organizacją **uczestników spółki**. Nawet ewentualna jej podmio-

4. A. Szajkowski, [w:] *System Prawa Prywatnego. Prawo spółek osobowych*, tom 16, red. A. Szajkowski, CH Beck, Warszawa 2016, s. 4; M. Tarska, *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Istota. Ustrój. Funkcjonowanie*, CH Beck, Warszawa 2003, s. XIV i nast.; zob. też M. Romanowski, *Czy spółka może być nadczłowiekiem lub przynajmniej dronem – czyli o skłonnościach do przypisywania interesowi spółki pozoru rzeczywistości*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014, nr 2, s. 44–47; *idem* [w:] *System Prawa Prywatnego* ..., s. 131–147.

towość prawna jest **jedynie** przyznana tej organizacji przez system prawny pewną kwalifikacją prawną. Zarówno więc w spółce cywilnej [...], jak i we wszystkich sześciu typach spółki handlowej oraz w spółkach europejskich (europejskie zgrupowanie interesów gospodarczych i spółka europejska) to właśnie wspólnicy (uczestnicy spółki) – decydują o najważniejszych dla spółki sprawach. I chociaż w spółkach handlowych w stosunkach na zewnątrz jako podmiot prawa cywilnego i przedsiębiorca występuje jedynie spółka, to nie może być wątpliwości, że **to przede wszystkim wspólnicy są w niej głównymi decydentami**⁵.

3. Fakt, że spółka to przede wszystkim jej wspólnicy, prowadzi do kluczowego wniosku, że nie można pojmować spółki i jej wspólników w sposób rozłączny, *ergo* nie można „odrywać” spółki od jej wspólników. Spółka bez wspólników (mimo posiadanej podmiotowości prawnej) nie może istnieć. Żadna osoba prawna nie działa w próżni i nie powstaje z niczego. Spółka jest tworem sztucznym i celowym. Nie dlatego zakłada się spółkę, że istnieje k.s.h., ale dlatego, że istnieje potrzeba załatwienia prywatnego interesu.

4. Spółka służy swoim ekonomicznym właścicielom – tym, którzy z prawnego punktu widzenia współdziałają i poprzez współdziałanie tworzą nie tylko pewne prywatne dobro wspólne, ale także byt konwencjonalny, jakim jest spółka. Nie negując zatem koncepcji spółki jako użytecznej fikcji prawnej, należy wskazać, iż poszukiwanie istoty interesu spółki jest zależne od **istoty osobowości i podmiotowości prawnej** w ogóle⁶. Założenie, iż osoba prawna stanowi produkt myśli legislacyjnej (wytwór ustawodawcy), powinno implikować wnioski na temat istoty interesu spółki⁷.

5. Przedmiotem regulacji prawa prywatnego objęte są dwie kluczowe kategorie podmiotów (art. 1 k.c.): osoby fizyczne oraz osoby prawne. Ustawodawca „upodmiotowił” osoby prawne, wyposażając je w osobowość prawną oraz podmiotowość prawną (zdolność prawną)⁸. Fundamentalna różnica między charakterem (naturą) podmiotowości prawnej osób fizycznych i prawnych polega na odmiennym pochodzeniu tej podmiotowości. Kluczowe znaczenie w procesie rekonstruowania **interesu każdej osoby prawnej** ma więc zidentyfikowanie źródła tej podmiotowości.

6. Ewentualny interes spółki jako osoby prawnej (ściślej – podmiotu prawa) nie wynika z tego, iż jest on wkomponowany w istotę takiego podmiotu (konstrukcji jurydycznej), ale co najwyżej z faktu, że jego istnienie przesądza – zasadnie lub nie – sam ustawodawca. Interes spółki zatem należy traktować jako twór sztuczny, który realnie (w oderwaniu od konwencji prawnej) nie istnieje, podobnie jak nie istnieje realnie osoba prawna, stanowi ona jurydyczną fikcję.

7. Należy także podkreślić, że w doktrynie tradycyjnie przyjmuje się, iż podział na osoby prawne obejmuje dwie kategorie: osoby prawne typu korporacyjnego oraz zakładowego (fundacyjnego)⁹. Konstrukcja **korporacji uzależnia w istocie jej byt od członków**, którzy decydują o jej istnieniu i przesądzają celowość funkcjonowania. Korporacja nie może istnieć bez jej uczestników, którzy nadają sens temu istnieniu. Odmiennie jest w przypadku osób prawnych typu zakładowego. Ich przykładem są fundacje, które nie mają członków, a jedynie fundatora (założyciela), od którego

5. A. Szajkowski, *System...*, s. 5, M. Tarska, *Spółka...*, s. XIV i nast.

6. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, CH Beck, Warszawa 2010, s. 92.

7. W sposób syntetyczny zob. M. Romanowski, *Czy spółka może być...*, s. 44–47.

8. Zob. np. w kontekście spółek osobowych art. 8 k.s.h., którym *expressis verbis* przyznano podmiotowość prawną.

9. Por. np. J. Frąckowiak [w:] *System Prawa Prywatnego, Prawo cywilne – część ogólna*, tom I, red. M. Safjan, s. 1070–1074, Nb 147–155.

się „odrywają” z chwilą nabycia osobowości prawnej. Członkowie korporacji muszą być z nią przez cały czas związani jako podstawa bytu. Taka ciągłość nie tylko nie jest wymagana w przypadku zakładowych osób prawnych, ale wręcz programowo zanika na etapie kończącym założenie takiego podmiotu¹⁰. Te fundamentalne konstrukcyjne różnice uwypuklają, iż **wyodrębnianie interesu osoby prawnej bronione może być co najwyżej w wypadku osób prawnych typu zakładowego, aczkolwiek i w takim przypadku może być dyskusyjne**. Nie mają one bowiem swoich członków, ale tzw. recipientów, których obecność nie determinuje ich bytu. Korporacyjna osoba prawna działa wyłącznie dla swoich członków (np. spółdzielnia, spółka) i w tym działaniu materializuje się sens jej istnienia.

8. Wobec powyższego wypada zauważyć, że w zasadzie każda spółka jest spółką celową. Jest bowiem przez wspólników zawiązywana w prawnie dopuszczalnym celu. Dostrzeżenie tego faktu oraz tego, że spółka jest przede wszystkim związkiem ludzi, ma kluczowe znaczenie dla zrozumienia pojęcia interesu spółki, a właściwie jego braku. Spółka nie posiada „własnej” woli; wolę tę tworzą jej każdorazowi udziałowcy i władze spółki odpowiedzialne przed tymi udziałowcami. **Interes spółki to pewien skrót, który oznacza wspólnotę interesów wspólników**. Dowodzi tego treść art. 3 k.s.h., który stanowi, że „Przez umowę spółki handlowej wspólnicy albo akcjonariusze zobowiązują się dążyć do osiągnięcia wspólnego celu przez wniesienie wkładów oraz, jeżeli umowa albo statut spółki tak stanowi, przez współdziałanie w inny określony sposób”.¹¹

9. Interes spółki pozostaje zatem kategorią z zakresu **stosunków wewnętrznych spółki**, a więc stron stosunku spółki [akcjonariusze i organy]. Stąd Sąd Najwyższy w wyroku z 5 listopada 2009 r. (I CSK 158/09) zdefiniował **interes spółki jako wypadkową interesu jej wspólników**. SN wyraźnie odrzucił koncepcję interesu spółki jako kategorii w pełni autonomicznej wywodzonej z autonomii osobowości prawnej¹². W powołanym wyroku Sądu Najwyższego wskazano, że interes spółki to kompromis, **wypadkowa między często sprzecznymi ze sobą interesami wspólników większościowych i mniejszościowych**, którego treść powinna uwzględniać interesy obu tych grup. Do sprzeczności interesów może zatem dojść nie na poziomie relacji między wspólnikiem a spółką, lecz na poziomie wspólników.

10. Rządy większości w spółce kapitałowej są przy tym wynikiem zasady: **kto więcej ryzykuje, ten ma większą władzę**. Wspólny cel wspólników jest natomiast niezbędnym elementem umowy [statutu] spółki, który wyznacza wypadkową (wypośredkowaną funkcję) interesów wszystkich grup wspólników. Interes spółki jest więc ustawową ogólną formułą, której wypełnienie treścią wymaga kompromisowo rozumianych przekonań, dążeń i zachowań wszystkich grup wspólników, określonej z uwzględnieniem wspólnego celu przez nich zaaprobowanego. Wspólny cel wspólników przesądza zatem, że nie może istnieć samodzielny wysublimowany interes spółki jako osoby prawnej, abstrahujący od wypadkowej interesu wszystkich wspólników, determinowanej określonym w umowie (statucie) wspólnym celem, do którego wspólnicy zobowiązali się dążyć.

11. W literaturze trafnie zauważono, iż mechanizm korporacyjnego oddziaływania na spółkę, tj. korporacyjnego kształtowania zachowań [woli] spółki, następuje w drodze **wykonywania prawa głosu**¹³. Mechanizm ten zasadza się na założeniu, iż to więc kapitałowo-korporacyjna – jedna z podstawowych determinant władztwa korporacyjnego rozumianego jako partycypacja w proce-

10. *Ibidem*, s. 1073–1074, Nb. 152.

11. Zob. szerzej M. Romanowski [w:] *System...*, s. 115–131.

12. Szerzej na temat pojmowania interesu spółki zob. *Ibidem*, s. 31–147 i cytowana tam literatura.

13. Por. obszernie: M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 239 i nast.

się decyzyjnym w spółce – stanowi źródło kontroli [kapitałowej] nad spółką [kapitałową]. Więż ta rekonstruowana może być albo w oparciu o udział w kapitale zakładowym spółki, albo w oparciu o przysługującą w spółce liczbę głosów. Są to dwa najbardziej obiektywne mierniki (wyznaczniki) układu sił w spółce. Ten układ sił, jako wypadkowa właśnie wszystkich zaangażowanych interesów akcjonariuszy, odpowiada zatem, co do zasady, zaangażowaniu kapitałowemu w spółkę. Poszukiwanie wypadkowej z natury swojej musi więc polegać na **ważeniu interesów poszczególnych akcjonariuszy i poszukiwaniu tego najsilniejszego. Nie oznacza to pomijania interesów mniejszościowych, ale przypisywanie im wag proporcjonalnych do zaangażowania kapitałowego.** Wypadkowa stanowi więc produkt (rezultat) ważenia rozmaitych interesów z uwzględnieniem celu spółki (ściślej: współników – art. 3 k.s.h.) jako swoistego spoiwa różnych interesów współników. Formuła wypadkowej oznacza zatem, iż zawsze znajdzie się interes ustępujący, słabszy, ale to implikuje już natura spółki akcyjnej oraz reguła majoryzacji (rządy większości)¹⁴.

12. Tym samym interes spółki jako wypadkowa jest co do zasady genetycznie związany z interesem udziałowca większościowego, jako najsilniejszego w spółce. Trafne są zatem wypowiedzi doktryny, iż **interes spółki determinuje większość kapitałowa**, w myśl zasady, iż kto ma władzę do decydowania o działaniach spółki oraz obsadzie jej stanowisk, rozstrzyga, jakie interesy ona realizuje, a zatem jaki jest jej „własny” interes¹⁵. Wynika to z faktu, iż prawo spółek przyznaje uprawnienie do decydowania o kierunku rozwoju spółki tym uczestnikom, którzy ponoszą największe ryzyko inwestycyjne (modelowo – posiadają największy udział kapitałowy, a co za tym idzie największą liczbę głosów).

13. Jeżeli godzimy się na formułę interesu spółki jako wypadkowej interesów jej akcjonariuszy, to ze wszystkimi tego konsekwencjami. Poszukiwanie wypadkowej oznacza „dekodowanie” interesu decydującego o kierunku korporacyjnych rozstrzygnięć z proporcjonalną redukcją interesów ustępujących. W praktyce, interes spółki wyznaczać będzie zatem większość kapitałowa, bowiem wypadkowość interesu spółki pojmować należy jako uśrednianie ogółu interesów, z uwzględnieniem celu spółki.

B. Możliwość wpływania akcjonariuszy na zarząd spółki akcyjnej

1. Walne zgromadzenie (zgromadzenie współników) stanowi swoiste forum, w ramach którego dochodzi do określenia interesu spółki. To bowiem walne zgromadzenie jest miejscem, w którym ścierają się potencjalnie interesy akcjonariuszy, czego efektem może być podjęcie (bądź nie) uchwał określających stanowisko właścicieli spółki w danej sprawie (np. zatwierdzenia sprawozdania finansowego, wyboru członka organu spółki, wyrażenia zgody na dokonanie określonej czynności, przyjęcie strategii). W konsekwencji, walne zgromadzenie akcjonariuszy należy uznać za najwyższy (zwierzchni) organ w spółce akcyjnej¹⁶.

2. Problem wydawania przez organ właścicielski spółki kapitałowej (zgromadzenie współników w spółce z o.o., walne zgromadzenie w spółce akcyjnej) poleceń zarządowi jest w istocie związany z koncepcją rozdziału w tych spółkach sfery zarządzania od sfery kapitału. Część autorów

14. Por. M. Romanowski, *System...*, s. 11.

15. Zob. A. Opalski, *O pojęciu interesu spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 11, s. 18.

16. M. Michalski, *Kontrola...*, s. 240; J. Szwaja [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, CH Beck, Warszawa 2010, s. 866 i nast.

nietrafnie wpisuje ten rozdział kompetencji w istotę spółki akcyjnej, dążąc do sprowadzenia funkcji akcjonariusza do biernego posiadacza instrumentu finansowego (akcji).

3. Historycznie koncepcja oddzielenia własności od zarządzania (*separation of ownership and control*) została sformułowana przez Adolfa A. Berle'a i Gardinera C. Meansa¹⁷ w 1932 r. Autorzy ci doszli do wniosku, że na skutek wykorzystywania spółek akcyjnych do pozyskiwania na rynku publicznym kapitału na rozwój, obok spółek zamkniętych, wykształciły się spółki otwarte z masowym akcjonariatem. Spółka otwarta nie tylko jest formą organizacji współdziałania osób (cecha spółki zamkniętej), ale też jej istotną funkcją staje się organizacja pozyskiwania i przyciągania masowego kapitału. Spółka otwarta pełni funkcję narzędzia prawnego do gromadzenia kapitału i zarządzania nim. W konsekwencji dochodzi – zdaniem autorów – do sytuacji, w której organizacja własności we współczesnym im społeczeństwie amerykańskim ewoluowała w „system korporacyjny”, podobnie jak kiedyś mieliśmy do czynienia z systemem feudalnym¹⁸.

4. Istotą analizowanej koncepcji było jednak sformułowanie poglądu, według którego **spółka otwarta wymusza rozdzielenie nierozdzielnych dotychczas funkcji – właścicielskiej i zarządczej**. Akcjonariusze stają się inwestorami (a nie właścicielami), a zarządzający – zawodowymi menedżerami. Koncepcja autorów była oparta na obserwacji, że w 1929 r. na amerykańskim rynku niełatwo było wskazać korporacje posiadające znaczącego akcjonariusza, a w największych spółkach, takich jak *Pennsylvania Railroad*, *American Telephone and Telegraph Company*, *United States Steel Corporation*, akcjonariusz posiadający najistotniejszy pakiet nie miał więcej niż 1% akcji¹⁹. Taka rozproszona struktura własnościowa jest do dzisiaj charakterystyczna dla amerykańskiego rynku kapitałowego. W efekcie modelowy akcjonariusz stał się inwestorem pasywnym, pozbawionym emocjonalnej, a więc charakterystycznej dla właściciela więzi z przedmiotem swoich praw. Drobnym akcjonariuszom zależy w tym modelu przede wszystkim na maksymalizacji zysku spółki przy rozsądnym poziomie ryzyka, przeznaczeniu jak największej części tego zysku na wypłatę dywidend w granicach potrzeb finansowych spółki i utrzymaniu płynności akcji (łatwym wyjściu ze spółki)²⁰.

5. Zdaniem Berle'a i Meansa tak znaczne rozdrobnienie akcjonariatu doprowadziło do sytuacji, w której zarządzanie korporacją może mieć miejsce przy minimalnym udziale we własności. Menedżerowie dążą do maksymalizacji korzyści osobistych (zawodowy prestiż, wysokie wynagrodzenie). Mają silną pokusę (nazywaną w teorii agencji *moral hazard*), aby wykorzystać posiadane informacje dla osobistych korzyści²¹.

6. Na kontynencie europejskim, w tym w Polsce, struktura akcjonariatu w spółkach publicznych jest odmienna. **Cechą charakterystyczną jest występowanie akcjonariusza większościowego**, w każdym razie posiadającego znaczny pakiet kontrolny akcji. W spółkach tych konflikt interesów – a tym samym konflikt agencyjny – występuje między akcjonariuszem większościowym lub posiadającym znaczny pakiet akcji a akcjonariuszami mniejszościowymi. Jednak przyjmowana konstrukcja oddzielenia własności od zarządzania, redukująca akcjonariusza do roli inwestora, przeniknęła rozwiązania prawne i sposób myślenia, a w konsekwencji – wykładnię przepisów

17. A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York 1932.

18. *Ibidem*, s. 1 i nast.

19. *Ibidem*, s. 47.

20. *Ibidem*, s. 121–122.

21. *Ibidem*.

o stosunkach wewnętrznych w spółce. Dyskutuje się o równowadze sił między organami spółki, o autonomii interesu spółki, o domniemaniu kompetencji zarządu spółki w zakresie prowadzenia jej spraw, o braku obowiązku zarządu realizacji poleceń walnego zgromadzenia lub rady nadzorczej itp. Emancypacja zarządu jest zatem także konsekwencją rozwiązań prawnych.

7. Relacje akcjonariuszy (walnego zgromadzenia) z zarządem spółki akcyjnej należy rozpatrywać przez pryzmat **stosunku powiernictwa**, który istnieje między zarządem (powiernikiem, ang. *agent*) oraz akcjonariuszami (powierzającymi, ang. *principal*). Podobnie jak kategoria interesu spółki ma charakter akcesoryjny wobec interesu wspólników, tak działania i kompetencje zarządu mają charakter akcesoryjny wobec walnego zgromadzenia. Teza ta nie stoi w sprzeczności z przedstawionym powyżej faktem, iż w rozwiniętych gospodarkach powszechnie mówi się o rozdzieleniu funkcji właścicielskiej i zarządczej w spółkach akcyjnych otwartych. Taki podział jest podyktowany względami efektywności ekonomicznej, która zakłada konieczność delegowania przez ekonomicznych właścicieli spółki funkcji zarządczych w ręce menedżerów dysponujących specjalistyczną wiedzą – członków zarządu. Nie chodzi tu zatem o budowanie „chińskich murów” między akcjonariuszami i zarządem, w tym akcjonariuszem większościowym lub jedynym a zarządzającymi.

8. Podziału funkcji zarządczych i właścicielskich w spółce akcyjnej nie należy automatycznie wiązać z faktem funkcjonowania pewnego przedsięwzięcia w ramach tej formy prawnej. Konieczne jest badanie konkretnego przypadku w celu stwierdzenia, na ile rozdzielone są owe sfery. Podkreślenia wymaga, że względy efektywności ekonomicznej mogą dyktować wycofanie się przez akcjonariuszy z aktywnej sfery zarządzania, jeżeli akcjonariat jest rozproszony i podejmowanie decyzji przez ekonomicznych właścicieli prowadziłoby do paraliżu decyzyjnego, byłoby czasochłonne lub byłoby obciążone ryzykiem podejmowania specjalistycznych decyzji przez laików w danej dziedzinie. Klasycznym przypadkiem takiej spółki jest publiczna spółka akcyjna o bardzo rozproszonym akcjonariacie, której zmienność i przypadkowość akcjonariatu odzwierciedla wskazane trudności w potencjalnym zaangażowaniu zarządczym walnego zgromadzenia. Może być też tak, że akcjonariusz wiodący jest zainteresowany prowadzeniem aktywnej polityki właścicielskiej. Jest to regułą wśród akcjonariuszy prywatnych. Zamiar prowadzenia aktywnej polityki właścicielskiej wobec spółek strategicznych kontrolowanych przez Skarb Państwa, w tym instytucji finansowych, ogłaszają także kolejne rządy. ZŁK nie tylko nie rozpoznają zjawiska aktywnej polityki właścicielskiej, ale z niezrozumiałych przyczyn wprowadzają w badanych postanowieniach bariery, które udaremniają prowadzenie sensownej i aktywnej polityki właścicielskiej.

9. Akcjonariusze, jako powierzający, nie oddają menedżerom kompetencji do zarządzania kapitałem zainwestowanym w dane przedsięwzięcie bezwarunkowo i bezpowrotnie. Stopień aktywności akcjonariuszy w sferze zarządzania będzie uzależniony od efektywności ekonomicznej danego modelu. Posługując się terminologią polskiej doktryny prawa spółek: walne zgromadzenie spółki akcyjnej „zamkniętej” (niepublicznej, o skupionym akcjonariacie) może zadecydować o utrzymaniu elementów osobowych, tj. mechanizmów wpływania na sferę zarządczą spółki, która przecież jest wehikułem prowadzenia działalności za pomocą kapitału tychże akcjonariuszy. W tym sensie nie istnieje różnica między „zabarwieniem osobowym” spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a „zabarwieniem osobowym” zamkniętej – w tym w szczególności jednoosobowej – spółki akcyjnej.

10. Powyższych wniosków nie narusza brzmienie art. 3751 k.s.h., stosownie do którego „Walne zgromadzenie i rada nadzorcza nie mogą wydawać zarządowi wiążących poleceń dotyczących prowadzenia spraw spółki”. **Nie można uznać, że przywołany przepis statuuje zakaz wpływania przez walne zgromadzenie na sferę zarządczą spółki.** Przyjęcie tezy o istnieniu takiego zakazu

byłoby nie tylko sprzeczne ze wskazanym powyżej podstawowym stosunkiem powiernictwa istniejącym między zarządem a akcjonariuszami; rażąca systemowa sprzeczność istniałaby również na tle art. 375 k.s.h. Stosownie do tego przepisu: „Wobec spółki członkowie zarządu podlegają ograniczeniom ustanowionym w niniejszym dziale, w statucie, regulaminie zarządu oraz w **uchwałach rady nadzorczej i walnego zgromadzenia**”. W konsekwencji nie jest możliwe przyjęcie takiej wykładni art. 375 k.s.h., która byłaby równoznaczna z całkowitym wykluczeniem walnego zgromadzenia ze sfery zarządczej działalności spółki. Choć w tradycyjnym modelu spółki akcyjnej z rozproszonym i niewyspecjalizowanym akcjonariatem częstokroć brak ingerencji zarządczej walnego zgromadzenia będzie uzasadniony względami efektywności ekonomicznej, **sytuacja taka nie może stanowić jednak niewzruszalnej zasady.**

11. W świetle powyższych uwag brak możliwości wydawania wiążących poleceń należy rozumieć w taki sposób, że **walne zgromadzenie nie posiada instrumentu wymuszającego na zarządzie podjęcie konkretnych działań zarządczych, które wymagają złożenia oświadczeń woli (w zakresie sfery zewnętrznej spółki)**. Jeżeli natomiast członkowie zarządu nie postąpią zgodnie ze wskazówkami o charakterze kierunkowo-zarządczym walnego zgromadzenia, oczywistym instrumentem sankcyjnym jest możliwość odwołania danego członka zarządu. Należy przy tym podkreślić, że naruszenie przez członków zarządu spółki obowiązków wynikających z uchwał walnego zgromadzenia może rodzić także odpowiedzialność cywilną (odszkodowawczą – art. 483 k.s.h.) lub karną (art. 296 k.k.).

C. Postulat aktywizacji akcjonariuszy w zarządzaniu spółką w europejskim i amerykańskim prawie spółek jako reakcja na kryzys finansowy

1. Jeżeli naturę spółki akcyjnej będziemy odczytywali przez pryzmat relacji powierniczej między akcjonariuszami a zarządem, w której zarząd zarządza majątkiem powierzonym mu przez akcjonariuszy w ramach tej konstrukcji prawnej, jaką jest spółka akcyjna, wtedy zidentyfikowanie podstawowej idei *corporate governance* staje się stosunkowo nieskomplikowane. **Stoi ona na straży ochrony interesów akcjonariuszy przed nieojojalnym zarządzaniem majątkiem spółki.**

2. Współcześnie istniejące tendencje do swoistej socjalizacji funkcji *corporate governance*, kryjące się pod takimi pojęciami jak „zrównoważony rozwój”, „społeczna odpowiedzialność biznesu” itd., to zamazywanie istoty problemu. Spółka akcyjna jest prywatnoprawną organizacją, która realizuje cele **prywatne**. Nie oznacza to ignorowania obowiązków publicznoprawnych spółek akcyjnych (regulowania podatków, przestrzegania norm ostrożnościowych, adekwatności kapitałowej, limitów koncentracji etc.). Spółka ma obowiązek przestrzegania tych obowiązków tak jak każdy inny podmiot. Nie stanowi to jednak jej organizacji wewnętrznej (ładu korporacyjnego).

3. *Corporate governance* spółek publicznych jest elementem infrastruktury prawnej, która pozwala pozyskiwać spółkom w drodze oferty publicznej kapitał na rozwój. Infrastruktura ta, na którą składa się spółka akcyjna publiczna i rynek kapitałowy, służy ochronie interesów majątkowych dawców kapitału, czyli tych, którzy otwierają i zamykają pozycje inwestycyjne, nabywając akcje spółki, a więc otwierając i zamykając ryzyko związane z decyzjami zarządzających obciążającymi majątek zgromadzony w ramach skorupy organizacyjno-prawnej, jaką jest spółka.

4. Kryzys finansowy z 2008 roku, który stał się katalizatorem aktywności Komisji Europejskiej w dziedzinie *corporate governance*, symbolizowany bankructwem banku Lehman Brothers, a wcześniej skandalami finansowymi z początku XXI wieku (których symbolem stał się w 2001 roku upadek

spółki Enron), sprowokował debatę nad zjawiskiem nadmiernego oderwania się zarządzających od akcjonariuszy. Żywo dyskutowane, nie tylko w Europie, ale wcześniej w USA, zagadnienie konieczności **pobudzania aktywizmu akcjonariuszy**, czyli, mówiąc najogólniej, problemu zaangażowania akcjonariuszy w podejmowanie istotnych decyzji w spółce, stało się podstawowym kierunkiem inicjatyw prawodawczych. Prowadzone analizy jako jedną z podstawowych przyczyn ostatnich kryzysów wskazują błędy w zarządzaniu i braku nadzoru nad zarządzającymi²². Remedium ma być zapobieganie konfliktowi *agency*, a więc **przywrócenie akcjonariuszom statusu i roli właściciela**. Chodzi zatem o to, aby odwrócić legislacyjną i doktrynalną tendencję redukowania akcjonariuszy do roli inwestorów posiadających nie tyle instrumenty udziałowe (akcje), ale instrumenty finansowe. Wymaga to jednoczesnego skorygowania roli zarządzających do funkcji powierników, a nie faktycznych właścicieli. Wymaga to także podkreślenia roli nadzorujących jako reprezentantów interesu akcjonariuszy, a nie osób traktujących funkcję nadzorczą jako swoistą synekurę.

5. Pobudzanie aktywizmu akcjonariuszy stanowi swoiste wotum nieufności nie tylko wobec zarządzających, ale także nadzorujących. Analiza zmian wprowadzonych przez *Wall Street Reform and Consumer Protection Act [Dodd-Frank Act]*²³ jako kolejnego po *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act [Sarbanes-Oxley Act]*²⁴ przejawu „awaryjnej legislacji” (*emergency legislation*)²⁵ dowodzi, że rozwiązania problemu *corporate governance* poszukuje się w przywróceniu akcjonariuszom roli ekonomicznych właścicieli spółki, przez zbliżenie do siebie sfery własności i sfery zarządzania w spółce. Spółka jako wehikuł organizacyjny jest narzędziem realizacji celów właścicieli, a nie abstrakcyjnym i samodzielny bytem. Liczne badania empiryczne koncentrują się wokół potwierdzenia hipotezy, że akcjonariusze w większości spółek publicznych przed kryzysem nie byli w stanie efektywnie korzystać ze statusu akcjonariusza z powodu swojej pasywności²⁶. Pomijając analizę przyczyn owej apatii (zwanej w przypadku drobnych akcjonariuszy apatią racjonalną), pobudzenie aktywności apatycznych akcjonariuszy ma stanowić warunek budowania konkurencyjności, innowacyjności i trwałości spółek²⁷. Większy wpływ walnego zgromadzenia na zarządzanie spółką ma być sposobem na racjonalizowanie wysokości społecznie krytykowanych wynagrodzeń menedżerów. Problem jest – jak zwykle – złożony, ponieważ, w szczególności w USA, toczy się emocjonalna niekiedy dyskusja na temat szkodliwości dla spółek działań podejmowanych przez akcjonariuszy-aktywistów.

22. Por. np. G. Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD 2009, (raport dostępny na stronie: <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/42229620.pdf> [dostęp: 20.12.2016]); S.M. Bainbridge, *Corporate Governance After the Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford 2012.

23. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, H.R.4173 (Pub. L. 111–203).

24. Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 [Sarbanes-Oxley Act], H.R. 3763 (Pub. L. 107–204).

25. Por. R. Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, „Yale Law Journal” 2005, vol. 114, s. 1521–1604.

26. M. Langendoen, *Long-Term or Short-Term Shareholdership: Does it Really Count?*, [in:] *Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise*, OECD Publishing, Paris 2012, s. 64.

27. Komisja planuje modernizację europejskiego prawa spółek i ładu korporacyjnego, dokument z 12 grudnia 2012 r., nr IP/12/1340 (dostępny na stronie: http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm [dostęp: 20.12.2016]); E.P.M. Vermeulen, *Entrepreneurship and Innovation in Listed Companies: What is the Role of Corporate Governance?*, [in:] *Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise*, OECD Publishing, Paris 2012, s. 15.

6. Nie ulega – jak się wydaje – wątpliwości, że centralnym problemem *corporate governance* jest poszukiwanie właściwego trybu i zakresu współdziałania akcjonariuszy, nadzorujących i zarządzających, a więc ich funkcji. Nie chodzi tu przy tym – jak twierdzą niektórzy błędnie – o zbudowanie równowagi władz na wzór państwa demokratycznego. Powierzchnowy byłby wniosek, że ustrój spółki kapitałowej wyróżnia „władzę ustawodawczą” – walne zgromadzenie, organ kontrolno-nadzorczy – radę nadzorczą oraz organ wykonawczy – zarząd. W przypadku spółki kapitałowej mamy bowiem do czynienia z określeniem przez jej udziałowców (ekonomicznych właścicieli majątku zgromadzonego w spółce) zakresu kompetencji poszczególnych organów w ramach prawa wewnętrznego spółki, w tym również kompetencji własnych, a więc walnego zgromadzenia, a także oznaczonych indywidualnie udziałowców, np. poprzez uprawnienia osobiste, z uwzględnieniem minimum określonego ustawą modelu organów spółki kapitałowej. **Struktura organów w spółce kapitałowej nie stanowi odpowiednika trójpodziału władz w państwie demokratycznym.** Zarząd pełni bowiem funkcję powiernika zarządzającego majątkiem powierzonym przez wspólników, a rada nadzorcza jest *sui generis* pośrednikiem (łącznikiem) w relacjach między wspólnikami jako „właścicielami” spółki i zarządem.

7. Struktura organów i model zarządzania spółką kapitałową jest funkcjonalnie ukierunkowany na ochronę interesu udziałowców spółki kapitałowej jako narzędzia służącego do realizacji przez wspólników celu utworzenia spółki (który może być zmienny w czasie). Jest to kluczowy wniosek dla zrozumienia idei *corporate governance* oraz podkreślanych tendencji do pobudzania aktywizmu akcjonariuszy w sposób bezpośredni lub przy wykorzystaniu rady nadzorczej (czy dyrektorów niewykonawczych w systemie monistycznym²⁸). Problem polega na tym, że koncepcja oddzielenia sfery własności od sfery zarządzania uległa wynaturzeniu, co wyrażało się i nadal wyraża – jak w ZŁK – w ograniczaniu uprawnień kontrolnych akcjonariuszy, a także nadmiernej formalizacji sposobu wykonywania nadzoru przez rady nadzorcze oraz polityki właścicielskiej przez akcjonariuszy. Takie koncepcje przyznają zarządowi status swoistego suwerena w prowadzeniu spraw spółki.

8. Postrzeganie prawa spółek akcyjnych jako instrumentu ograniczania uprawnień kontrolnych akcjonariuszy i budowania struktury organów spółki na wzór struktury władz w demokratycznym państwie (władza ustawodawcza, wykonawcza i sądownicza są wzajemnie od siebie niezależne) jest wyrazem niezrozumienia istoty spółki. W przypadku spółki akcyjnej tego rodzaju konstrukcja z natury rzeczy preferuje silniejszą faktycznie pozycję zarządzających, ze względu na posiadaną przez nich z racji pełnionej funkcji przewagę informacyjną oraz – w przypadku rozproszonego akcjonariatu – brak zdolności akcjonariuszy do współdziałania. Jednak konstrukcja spółki akcyjnej nie jest tym samym, czym organizacja demokratycznego państwa prawa, stąd kopiowanie konstrukcji trójpodziału władz w państwie do ustroju spółki prowadzi do wynaturzenia spółki oraz jest wymierzona w akcjonariuszy jako ostateczne podmioty ryzyka decyzji zarządzających.

9. Jak zwykle, problem jest złożony i nie pasuje do każdego przypadku w myśl zasady *one size does not fit all*. Narasta on w spółkach z dużym rozproszeniem akcjonariatu, a więc bez udziału akcjonariusza większościowego (typowe dla USA), ponieważ rola zarządzających w tych spółkach jest bardzo silna. Stąd uchwalenie *Sarabanes-Oxley Act*, a następnie *Dodd-Frank Act*, którego jednym z celów była poprawa ładu korporacyjnego spółek publicznych (*say on pay*, obowiązek ujawnienia,

28. Zob. też uwagi: C. Van der Elst, *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, „ECGI – Law Working Paper” 2012, no 188, s. 2.

czy występuje unia personalna w łączeniu funkcji CEO (*chief executive officer*) i przewodniczącego rady dyrektorów (*chairman*)). Rozwiązania dalej idące przewidywał projekt Shareholder Bill of Rights²⁹, który zakazywał łączenia funkcji CEO i przewodniczącego rady dyrektorów lub nakazywał dokonywanie w każdym roku wyboru członków rady dyrektorów przez walne zgromadzenie przy zachowaniu bezwzględnej większości głosów³⁰.

10. W podobnym kierunku zmierzają inicjatywy Komisji Europejskiej, która w 2003 roku, w reakcji na skandale korporacyjne z początku pierwszej dekady XXI wieku, przyjęła Plan Działania³¹, m.in. w celu wzmocnienia pozycji akcjonariuszy przez stworzenie korzystniejszych ram prawnych dla wykonywania przez nich uprawnień korporacyjnych oraz przez zwiększenie transparentności spółek publicznych. Cele te zostały w znacznej mierze zrealizowane przez dyrektywę 2007/36/WE³² w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym i dyrektywę 2004/109/WE³³ zobowiązującą emitentów papierów wartościowych do przekazywania bieżących i okresowych informacji o charakterze cenotwórczym. Komisja Europejska prowadziła konsultacje w sprawie identyfikacji czynników mogących mieć potencjalny wpływ na wadliwe zarządzanie ryzykiem spółek giełdowych, które zostały ujęte w postaci pytań zawartych w Zielonej Księdze. Skupiono się w niej na trzech następujących kwestiach, które uznano za kluczowe dla dobrego ładu korporacyjnego:

- 1) **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;
- 2) **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 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.
- 3) **W jaki sposób należy stosować podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij” leżące u podstaw unijnych ram ładu korporacyjnego?** Przeprowadzone w 2009 roku na zlecenie Komisji Europejskiej

29. *Shareholder Bill of Rights Act of 2009*, s. 1074 [111th]. Projekt dostępny na stronie: <http://www.govtrack.us/congress/bills/111/s1074/text> [dostęp: 20.12.2016].

30. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 228.

31. Komunikat Komisji Europejskiej do Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 maja 2003 r. zatytułowany *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM(2003) 284 final [Plan Działania 2003].

32. Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, Dz. Urz. UE 2007 L 184/17.

33. Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 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. Urz. UE 2004 L 390/38.

badanie³⁴ 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 starannie stosowania kodeksów.

11. Plan Działania Komisji Europejskiej jest wprost zatytułowany *Europejskie prawo spółek i ładu korporacyjnego – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw*³⁵ i zakłada rozszerzenie uprawnień walnego zgromadzenia m.in. w kwestiach nadzoru akcjonariuszy nad polityką wynagrodzeń i transakcjami z podmiotami powiązаныmi. Inicjatywy europejskie są w tym zakresie już znacznie zaawansowane, ale ich omawianie przekracza zakres niniejszego artykułu.

D. Zasada ponoszenia przez udziałowców spółek kapitałowych ryzyka wyłącznie w zakresie wniesionego przez nich wkładu

1. Zasada prawnej odrębności spółek kapitałowych (spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej) należy do podstawowych zasad konstrukcyjnych tych podmiotów, determinujących ich naturę. Odrębność spółki kapitałowej jako osoby prawnej od jej wspólników (akcjonariuszy) oznacza, że spółka nie tylko występuje w obrocie jako odrębny od wspólników (akcjonariuszy) podmiot prawa, ale także wspólnicy (akcjonariusze) nie ponoszą odpowiedzialności za zobowiązania spółki. Za atrybut uzyskania osobowości prawnej uważa się: (i) samodzielność organizacyjną, (ii) samodzielność majątkową oraz (iii) samodzielną odpowiedzialność spółki (własnym majątkiem) za swoje zobowiązania, czyli pewnego rodzaju izolację zobowiązań spółki od jej wspólników³⁶.

2. Wspomniana izolacja odpowiedzialności, znana pod nazwą ograniczonej odpowiedzialności wspólników, w rzeczywistości oznacza, że wspólnicy **w ogóle** nie odpowiadają za zobowiązania spółki, a ich ryzyko gospodarcze ogranicza się jedynie do wniesionych wkładów i innych świadczeń na rzecz spółki. Wyrazem zasady ograniczonej (wyłączonej) odpowiedzialności w polskich przepisach prawa jest art. 301 § 5 k.s.h., zgodnie z którym: „Wspólnicy nie odpowiadają za zobowiązania spółki”.

3. Konstrukcja spółki kapitałowej jako korporacji jest elementem swoistej „umowy wzajemnej” między jej wspólnikami i wierzycielami, zadekretowanej przez ustawodawcę. Wspólnik wyraża zgodę na ustawowe zabezpieczenie interesów wierzycieli w ramach konstrukcji spółki (ochrona majątku spółki ukierunkowana na ochronę wierzycieli), ponieważ wierzyciel (kontraktując ze spółką kapitałową) wyraża zgodę na wyłączenie odpowiedzialności osobistej wspólnika za zobowiązania spółki. Wierzyciel wyraża zgodę na ograniczenie kierowania swoich roszczeń do majątku spółki, ponieważ otrzymuje ustawową gwarancję ochrony majątku spółki i pierwszeństwo zaspokojenia się z majątku spółki przed wspólnikami. Obie strony (tj. wspólnik, akceptujący ustawowe ograniczenia związane z działaniem za pośrednictwem spółki, oraz wierzyciel, akceptujący brak

34. RiskMetrics Group, raport *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, dostępne pod adresem: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf [dostęp: 21.12.2016r]

35. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów z 12 grudnia 2012 r., który zawiera *Plan działania: Europejskie prawo spółek i ładu korporacyjnego – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw*, COM[2012] 740 final [Plan Działania 2012].

36. S. Włodzka, *Prawo Spółek Handlowych*, tom II, C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 168.

odpowiedzialności osobistej wspólników spółki za jej zobowiązania] uważają wzajemne świadczenia za ekwiwalentne i równowartościowe. Ekonomiczna analiza prawa dowodzi, że obie strony korzystają w tym przypadku na zmniejszeniu kosztów transakcyjnych kontraktowania.

4. Wyjątek od tej zasady jest związany z koncepcją tzw. przebicia zasłony korporacyjnej (*piercing the corporate veil*). Koncepcja ta stanowi jednakże wyjątek od zasady braku odpowiedzialności udziałowców za zobowiązania spółki i może znaleźć potencjalnie zastosowanie wyłącznie w przypadku, w którym udziałowiec **nadużywa osobowości prawnej swojej spółki**. Konsekwentnie oznacza to **brak jakiegokolwiek odpowiedzialności udziałowca spółki za jej zobowiązania** w sytuacji, w której potencjalna niewypłacalność spółki (brak możliwości zaspokojenia zobowiązań przez spółkę) jest wynikiem normalnego toku rzeczy.

E. Bezpośrednia komunikacja zarządu spółki giełdowej z dominującym akcjonariuszem

1. Dla zarządzania wartością spółki giełdowej kluczowym czynnikiem sukcesu jest możliwość bezpośredniej komunikacji z akcjonariuszami, w tym akcjonariuszem ponoszącym największe ryzyko ekonomiczne decyzji podejmowanych przez zarząd. ZŁK w praktyce wykluczają możliwość jakiegokolwiek kontaktu zarządu i rady nadzorczej z akcjonariuszem sprawującym kontrolę nad spółką. W myśl ZŁK komunikacja z akcjonariuszami spółki giełdowej może przybierać wyłącznie postać sformalizowaną i odbywać się podczas obrad walnego zgromadzenia akcjonariuszy oraz w drodze wykonywania obowiązków informacyjnych nałożonych na wszystkie spółki publiczne zgodnie z przepisami rozporządzenia MAR³⁷.

2. Prawo spółek nie nakazuje **alienacji zarządu od akcjonariusza dominującego, ponieważ byłoby to działanie na szkodę spółki**. Poszukując rozstrzygnięcia problemu, warto postawić kilka pytań:

- czy można efektywnie zarządzać wartością spółki giełdowej, nie znając preferencji jej głównego akcjonariusza?
- czy można efektywnie zarządzać wartością spółki giełdowej wbrew preferencjom jej głównego akcjonariusza?
- czy zarząd i rada nadzorcza spółki giełdowej są w stanie zdefiniować jej interes bez bezpośredniego kontaktu z jej głównym akcjonariuszem?

Zarządzanie wartością spółki giełdowej bez wiedzy dotyczącej preferencji jej głównego akcjonariusza lub wbrew preferencjom jej głównego akcjonariusza jest nieefektywne, faktycznie niemożliwe, a prawnie – wysoce ryzykowne. Podobnie nie jest możliwe, aby zarząd i rada nadzorcza spółki giełdowej mogły zdefiniować jej interes bez bezpośredniego kontaktu z głównym akcjonariuszem. Postulat budowania „chińskich murów” między zarządem i radą nadzorczą a jej głównym akcjonariuszem sprzyja eskalacji nieporozumień i promuje konflikt *agency* i hazard moralny zarządzających, który Unia Europejska i USA starają się niwelować po kryzysie z 2008 roku.

3. Uwzględnianie preferencji głównego akcjonariusza nie pozostaje przy tym w sprzeczności z zasadą jednakowego traktowania akcjonariuszy. Przepis art. 428 § 1 k.s.h. zapewnia

37. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE [Dz.Urz.U.E.L Nr 173, str. 1]

akcjonariuszom prawo do informacji o spółce, jeżeli jest to uzasadnione oceną sprawy objętej porządkiem obrad. Jest to instrument ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. Przepis ten nie oznacza zakazu przepływu informacji między zarządem a akcjonariuszem większościowym. *Ratio legis* art. 428 k.s.h. jest związane z naturą spółki akcyjnej jako konstrukcji przeznaczonej do pozyskiwania finansowania w drodze emisji nowych akcji kierowanych do masowego i anonimowego akcjonariatu. Masowy akcjonariat powoduje konieczność wprowadzenia mechanizmów racjonalizujących i optymalizujących kontakt z zarządem spółki. Nietrudno jest bowiem wyobrazić sobie paraliż prac zarządu, w przypadku gdy niejednokrotnie wielotysięczny akcjonariat spółki giełdowej kierowałby do zarządu żądanie o udzielenie informacji. Przepis ten nie zakazuje naturalnej komunikacji, której staranny zarządzający, a także rada nadzorcza, może i powinien poszukiwać z większościami akcjonariuszem przy poszanowaniu praw mniejszości. Taka komunikacja jest niezbędna dla właściwego odczytywania interesu spółki (wypadkowej interesów jej akcjonariuszy) determinowanego w stopniu decydującym przez interes akcjonariusza większościowego z uwzględnieniem ochrony praw mniejszości.

4. Potwierdzeniem poglądu o dopuszczalności komunikacji zarządu spółki akcyjnej z dominującym akcjonariuszem jest wprost art. 428 § 6 k.s.h., który dopuszcza, aby zarząd na wniosek akcjonariusza – wedle własnego uznania – udzielił mu informacji dotyczących spółki. Co prawda, w takim przypadku zarząd powinien – co do zasady – ujawnić na piśmie na najbliższym walnym zgromadzeniu informacje udzielone akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 7 k.s.h.), jednak zarząd może odmówić ujawnienia akcjonariuszom mniejszościowym informacji przekazanych akcjonariuszowi większościowemu, jeżeli takie ujawnienie mogłoby wyrządzić spółce szkodę. Przepis art. 20 k.s.h. dopuszcza bowiem uzasadnione merytorycznie zróżnicowane traktowanie akcjonariuszy. Przesłanką merytorycznie uzasadniającą zróżnicowane traktowanie akcjonariuszy spółki giełdowej jest ich różny poziom ryzyka inwestycyjnego związanego z zaangażowaniem w spółkę oraz związanymi z tym decyzjami zarządu. Chodzi o wagę wpływu interesu poszczególnych akcjonariuszy na odtwarzanie interesu spółki mierzoną ponoszonym przez nich ryzykiem ekonomicznym. W polskim prawie spółek ma zastosowanie pogląd wyrażony przez federalny niemiecki Trybunał Konstytucyjny (orzeczenia w sprawach *Feldmühle* z 7 sierpnia 1962 r. i *Moto Meterz* z 23 sierpnia 2000 r.), który dokonał rozróżnienia ochrony własności akcjonariuszy, orzekając, że z istoty posiadania większości akcji i długotrwałego charakteru inwestycji w duży pakiet akcji wynikają „uprawnienia władcze” umożliwiające akcjonariuszowi większościowemu wywieranie wpływu na kierowanie spółką oraz że ze względu na drobny udział akcjonariusze mniejszościowi nie korzystają z „uprawnień władczych”, jako że dla nich jest to krótkotrwała inwestycja w akcje i znaczenie mają przede wszystkim uprawnienia majątkowe. Nie da się wykonywać uprawnień władczych bez dostępu do informacji.

5. ZŁK nie rozpoznają w odniesieniu do spółek notowanych na rynku regulowanym faktu, że prawo nie zwalcza insiderów pierwotnych, ale nieuczciwe wykorzystywanie przewagi informacyjnej przy decyzjach o zakupie lub sprzedaży akcji. Akcjonariusz wiodący każdej spółki giełdowej z natury pełni funkcję realnego, czyli aktywnego właściciela o uprawnieniach władczych, a nie inwestora. Relacja między nim a zarządem spółki jest charakterystyczna dla natury spółki zamkniętej, zakładającej bezpośredni dostęp akcjonariusza do informacji o spółce. Spółka giełdowa kontrolowana przez dominującego akcjonariusza wykazuje cechy spółki zamkniętej w relacji z akcjonariuszem dominującym i spółki otwartej w relacji z akcjonariuszami mniejszościowymi i przyszłymi inwestorami. Dostrzega to polski (a także unijny) prawodawca, który wśród insiderów

pierwotnych (naturalnych) – to jest osób mających naturalny dostęp do informacji cenotwórczych o spółce – wymienia, obok członków zarządu, rady nadzorczej, prokurentów, biegłych rewidentów, pracowników spółki i innych osób świadczących usługi dla spółki, właśnie akcjonariuszy – (art. 156 ust. 1 pkt. 1 lit a i b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, obecnie art. 8 ust. 4 rozporządzenia MAR).

6. Status insidera naturalnego nie jest zwalczany przez prawo, ale stanowi wyraz rozpoznania dość oczywistego faktu, że istnieje grupa osób mająca wpływ na bieg spraw spółki (składająca się na pojęcie „mózgu” spółki), która wytwarza w związku z wpływem na zarządzanie spółką podlegające ochronie informacje poufne (cenotwórcze) o spółce. Do takiej grupy nie należy każdy akcjonariusz, ale tylko taki, który ze względu na poziom zaangażowania inwestycyjnego może być zakwalifikowany jako akcjonariusz-właściciel, a nie tylko akcjonariusz-inwestor, w tym inwestor-spekulant. Rozpowszechniony w praktyce obrotu pogląd, stosownie do którego na przeszkodzie bezpośredniej komunikacji z akcjonariuszem dominującym (najczęściej przywołuje się tu Skarb Państwa) stoją przepisy o obowiązkach informacyjnych spółek giełdowych, wynika z powierzchownej wykładni przepisów o tych obowiązkach. Po pierwsze, nie dostrzega się, że przedmiotem regulacji przepisów prawa rynku kapitałowego nie jest reżim obiegu wszystkich informacji dotyczących spółki, ale wyłącznie informacji poufnych i okresowych. Praktyka obrotu dowodzi, że między tymi informacjami a innymi informacjami istnieje jeszcze dość duża przestrzeń komunikacyjna, która nie podlega reglamentacji z punktu widzenia przepisów prawa rynku kapitałowego. **Nie każda informacja poufna stanowiąca tajemnicę przedsiębiorstwa spełnia ustawowe przesłanki informacji cenotwórczej w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR (dawniej art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).** Po drugie, nie rozpoznaje się właściwie aksjologii reglamentacji obiegu informacji w spółkach giełdowych. Obowiązki informacyjne dotyczące oznaczonych kategorii informacji wiążą się z rozpoznaniem problemem asymetrii informacyjnej między dawcą i biorcą kapitału. Przewaga informacyjna, którą dysponuje biorca kapitału naraża dawcę kapitału na straty wywołane podejmowanymi decyzjami inwestycyjnymi. Jednym z podstawowych narzędzi pozwalających minimalizować ryzyko asymetrii informacyjnej jest transparentność informacyjna zarządu spółki giełdowej oraz równy dostęp wszystkich inwestorów do informacji cenotwórczej w tym samym czasie i na takich samych warunkach. Obowiązki informacyjne spółki giełdowej nie mogą jednak prowadzić do paraliżu jej funkcjonowania. To wyjaśnia liczne wyjątki, które dopuszczają lub rozpoznają naturalny fakt uprzywilejowanego dostępu do informacji o spółce, w tym do informacji poufnych w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR, których omawianie przekracza ramy niniejszego artykułu.

F. Model corporate governance przyjęty w ZŁK

1. Przyjęty w Zasadach modelowy ład korporacyjny instytucji nadzorowanych zakłada bardzo silne akcentowanie odrębności spółki od jej wspólników (akcjonariuszy), czy wręcz miejscami przeciwstawianie interesu spółki interesowi jej akcjonariuszy.

2. Przewidziana w ZŁK odrębność funkcjonowania spółki od jej akcjonariuszy obejmuje w szczególności następujące obszary:

- 1) próbę definiowania interesu instytucji nadzorowanej (spółki kapitałowej) w sposób autonomiczny od interesu jej udziałowców (akcjonariuszy, wspólników), np.:

- § 8 ust. 1: „Instytucja nadzorowana powinna działać w interesie wszystkich udziałowców z poszanowaniem interesu klientów”;
 - § 8 ust. 2: „Instytucja nadzorowana, prowadząc działalność, powinna brać pod uwagę **interesy wszystkich interesariuszy, o ile nie są one sprzeczne z interesami instytucji nadzorowanej**”;
 - § 9 ust. 3: „Udziałowcy w swych decyzjach powinni kierować się interesem instytucji nadzorowanej”;
 - § 9 ust. 6: „Powstające konflikty pomiędzy udziałowcami powinny być rozwiązywane niezwłocznie, aby nie dochodziło do naruszania interesu instytucji nadzorowanej i jej klientów”;
- 2) próbę całkowitego odseparowania sfery właścicielskiej od sfery zarządczej instytucji nadzorowanej, np.:
- § 9 ust. 5: „[...] Organy tej instytucji powinny funkcjonować w taki sposób, **by zapewniać rozdzielenie funkcji właścicielskich i zarządczych**. Łączenie roli udziałowca z funkcją zarządczą wymaga ograniczenia roli podmiotów z nim powiązanych w organie nadzorującym, aby uniknąć obniżenia efektywności nadzoru wewnętrznego”;
 - § 10 ust. 1: „Udziałowcy nie mogą ingerować w sposób sprawowania zarządu, w tym prowadzenie spraw przez organ zarządzający instytucji nadzorowanej”;
 - § 14 ust. 3: „Organ zarządzający, realizując przyjętą strategię działalności, powinien kierować się bezpieczeństwem instytucji nadzorowanej”.

3. Ponadto, ZŁK zawierają postanowienia, które radykalnie zmieniają model funkcjonowania spółek kapitałowych jako osób prawnych (czyli podmiotów, które ponoszą wyłączną odpowiedzialność za swoje zobowiązania). Zgodnie z § 12 ust. 1: „Udziałowcy są odpowiedzialni za niezwłoczne **dokapitalizowanie** instytucji nadzorowanej w sytuacji, gdy jest to niezbędne do utrzymania kapitałów własnych instytucji nadzorowanej na poziomie wymaganym przez przepisy prawa lub regulacje nadzorcze, a także **gdy wymaga tego bezpieczeństwo instytucji nadzorowanej**”. Z kolei zgodnie z § 12 ust. 2: „Udziałowcy powinni być odpowiedzialni za niezwłoczne **dostarczenie instytucji nadzorowanej wsparcia finansowego** w sytuacji, gdy jest to niezbędne do utrzymania płynności instytucji nadzorowanej na poziomie wymaganym przez przepisy prawa lub regulacje nadzorcze, a także **gdy wymaga tego bezpieczeństwo instytucji nadzorowanej**”.

G. Zasady przyjęte w ZŁK a model corporate governance wykształcony w polskim i zagranicznym (w tym europejskim) prawie spółek

1. Zestawienie przedstawionych powyżej koncepcji polskiego oraz zagranicznego (w tym europejskiego) ujęcia zasad *corporate governance* (w tym postrzegania interesu spółki, problematyki oddzielenia zarządu od akcjonariuszy), a także fundamentalnej dla prawa spółek koncepcji braku odpowiedzialności udziałowców za zobowiązania spółek kapitałowych z zasadami zawartymi w ZŁK wskazuje jednoznacznie na **całkowite rozminięcie się tych koncepcji**.

2. Model ładu korporacyjnego przedstawiony w ZŁK prowadzi bowiem w istocie rzeczy do jak najdalej idącego odseparowania akcjonariuszy od sfery zarządzania spółką, sprowadzając wszystkich akcjonariuszy (niezależnie od stopnia ponoszonego przez nich ryzyka inwestycyjnego) do roli pasywnych inwestorów, zbliżających się w swoich uprawnieniach do obligatariuszy zajmujących stanowisko w pewnych sprawach dotyczących ich spółki. ZŁK wychodzą zatem z założenia, że akcjonariusz instytucji nadzorowanej jest „tylko” akcjonariuszem, a jego aktywność w sferze zarządczej jest wysoce szkodliwa.

3. Świadczą o tym zarówno postanowienia „odrywające” interes instytucji nadzorowanej od interesu jej akcjonariuszy (np. § 8 ust. 1 i 2; § 9 ust. 3 i 6), jak i postanowienia dążące do jak największego ograniczenia wpływu akcjonariuszy na osoby zarządzające ich spółką (np. § 9 ust. 5, § 10 ust. 1, § 14 ust. 3).

4. Jednocześnie stanowisko takie pozostaje w całkowitej sprzeczności z nowszymi koncepcjami (w tym znajdującymi odzwierciedlenie w prawie stanowionym, projektowanych działaniach prawodawczych, jak i orzecznictwie i doktrynie) prawa spółek, w których z jednej strony podkreśla się **brak autonomicznego, oderwanego od współników (akcjonariuszy) interesu spółki kapitałowej**, a z drugiej strony właśnie w braku **udziału akcjonariuszy w aktywnym zarządzaniu spółką** upatruje się jedną z przyczyn kryzysu finansowego.

5. Należy przy tym podkreślić, że w pewnych sytuacjach instytucje prawne przewidują **dopuszczalność pozbawienia udziałowców prawa do wpływu na zarządzanie ich spółką**. Sytuacja taka ma jednak miejsce w przypadkach wyjątkowych, np. w razie ogłoszenia **upadłości** spółki, kiedy to zarząd nad jej majątkiem przejmuje syndyk (w razie upadłości likwidacyjnej), lub zarządca (w razie upadłości układowej, gdy odebrano upadłemu zarząd majątkiem). Pozbawienie udziałowców prawa do zarządzania ich majątkiem jest w takim przypadku uzasadnione szczególną potrzebą ochrony interesu wierzycieli, uzasadnioną w danej sprawie w związku z wystąpieniem przesłanek do ogłoszenia upadłości. Analogiczną funkcję pełni np. ustanowienie przez KNF zarządu komisarycznego zakładu ubezpieczeń (art. 316 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej³⁸).

6. Ponadto trzeba zauważyć, że przewidziane w § 12 ust. 1 i 2 ZŁK obowiązki akcjonariuszy instytucji nadzorowanych (abstrahując od skutków wskazania takich obowiązków) do bezwzględnego ich dokapitalizowania – nie tylko wtedy, gdy wymagają tego przepisy prawa lub regulacje nadzorcze, ale także w każdym przypadku, gdy wymaga tego bezpieczeństwo instytucji nadzorowanej – stoją w fundamentalnej sprzeczności z ukształtowaniem spółek akcyjnych (a także spółek z o.o.) jako osób prawnych.

7. Jedną z podstawowych zasad prawa spółek jest właśnie brak odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki. Abstrakcyjny (oderwany od okoliczności danego przypadku) obowiązek dokapitalizowania spółki przez jej akcjonariuszy w każdej sytuacji, w której wymagać może tego bezpieczeństwo tej spółki (tu: uniknięcie upadłości), oznaczałoby pośrednie wprowadzenie odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki.

8. Trzeba przy tym pamiętać, że instytucje prawne przewidują szereg zabezpieczeń interesu wierzycieli spółek kapitałowych. Należą do nich zasady wypłat ze spółki na rzecz akcjonariuszy (w trakcie trwania spółki oraz w ramach jej likwidacji i upadłości), obowiązki informacyjne, zakaz ukrytych wypłat z majątku spółki na rzecz współników, obowiązek obiektywnej wyceny transakcji między spółką a jej współnikami, ograniczenia w nabywaniu udziałów własnych przez spółkę, obowiązek zgłoszenia wniosku o upadłość spółki, przejęcie kontroli nad aktywami spółki (zarządu majątkiem spółki) przez wierzycieli w postępowaniu upadłościowym.

9. W takim stanie rzeczy wprowadzenie instytucji zbliżonej do subsydiarnej odpowiedzialności współników za zobowiązania spółki (czyż w istocie jest obowiązek dokapitalizowania spółki, aby uniknąć jej upadłości) podważa przyjętą w polskim i europejskim prawie spółek koncepcję osobowości prawnej spółek kapitałowych. Sytuacja taka oznaczałaby rewolucję w prawie spółek. Do dokonania

38. Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz. U. 2015, poz. 1844 z późn. zm.

takiej rewolucji konieczna byłaby wyraźna ingerencja ustawodawcy. Z pewnością nie jest możliwe wprowadzenie jej na poziomie *soft law* (niezależnie od oceny skutków takiego działania).

Wnioski

1. KNF, dążąc do wdrożenia ZŁK, **narusza zasadę legalizmu**, ponieważ brak jest podstawy prawnej do wydania przez KNF takiego instrumentu jak ZŁK. W szczególności, takiej podstawy nie zawiera żaden przepis ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym.
2. Zasada praworządności wyrażona w art. 6 k.p.a. w związku z zasadą legalizmu z art. 7 Konstytucji RP oraz zasadą zamkniętego katalogu źródeł prawa powszechnie obowiązującego wyrażona w art. 87 Konstytucji RP, a także w związku z art. 64 ust. 3 Konstytucji RP (zasada proporcjonalności) wyklucza wypełnianie rzekomych luk przez organ administracji publicznej (tu: KNF) w drodze **wydawania *quasi-przepisów prawa***. Nadzór prewencyjny nie może bowiem zastępować ustawodawcy (krajowego czy też między- albo ponadnarodowego) w formułowaniu abstrakcyjnych norm prawnych, regulujących dany obszar działalności nadzorowanych podmiotów, czy też tym bardziej – ich akcjonariuszy.
3. KNF, dążąc do wdrożenia ZŁK, narusza zasadę praworządności, ponieważ treść ZŁK głęboko ingeruje w naturę i ustrój spółki kapitałowej. Kształtowanie natury i ustroju spółki kapitałowej jest działaniem ze sfery prawa prywatnego i leży poza kompetencjami KNF. Dodatkowo, badane wybrane postanowienia ZŁK (np. § 9 ust. 2, § 9 ust. 5, § 10 ust. 1, § 14 ust. 3, a w szczególności § 12 ZŁK) naruszają większość podstawowych zasad prawa spółek i blisko 40 norm-reguł z k.c. i k.s.h., a w tym:
 - 1) art. 35 k.c., stosownie do którego: „Powstanie, **ustrój** i ustanie osób prawnych regulują właściwe przepisy; w wypadkach i w zakresie w tych przepisach przewidzianych organizacji i sposób działania osoby prawnej reguluje także jej statut”;
 - 2) art. 38 k.c., zgodnie z którym: „Osoba prawna działa przez swoje organy w sposób przewidziany w ustawie i w opartym na niej statucie”;
 - 3) art. 1 § 1 k.s.h., stosownie do którego: „Ustawa reguluje tworzenie, **organizację, funkcjonowanie**, rozwiązywanie, łączenie, podział i przekształcanie spółek handlowych”;
 - 4) art. 301 § 4 k.s.h., stosownie do którego: „Akcjonariusze są zobowiązani jedynie do świadczeń określonych w statucie”;
 - 5) art. 301 § 5 k.s.h., stosownie do którego: „Akcjonariusze nie odpowiadają za zobowiązania spółki”;
 - 6) art. 304 § 2 pkt 2 k.s.h., stosownie do którego: „Statut powinien również zawierać, pod rygorem bezskuteczności wobec spółki, postanowienia dotyczące wszelkich związanych z akcjami obowiązków świadczenia na rzecz spółki, poza obowiązkiem wpłacenia należności za akcje”;
 - 7) art. 304 § 3 k.s.h., stosownie do którego: „Statut może zawierać postanowienia odmienne, niż przewiduje ustawa, jeżeli ustawa na to zezwala”;
 - 8) art. 304 § 4 k.s.h., stosownie do którego: „Statut może zawierać dodatkowe postanowienia, chyba że z ustawy wynika, że przewiduje ona wyczerpujące uregulowanie albo dodatkowe postanowienie statutu jest sprzeczne z naturą spółki akcyjnej lub dobrymi obyczajami”;
 - 9) art. 328 § 1 pkt 7 k.s.h., stosownie do którego: „Dokument akcji powinien być sporządzony na piśmie i zawierać [...] postanowienia statutu o związanych z akcją obowiązkach wobec spółki”;
 - 10) art. 354 § 1 k.s.h., stosownie do którego: „Statut może przyznać indywidualnie oznaczonemu akcjonariuszowi osobiste uprawnienia”;

- 11) art. 368 § 1 k.s.h., stosownie do którego: „Zarząd prowadzi sprawy spółki i reprezentuje spółkę”;
 - 12) art. 382 § 1 k.s.h., stosownie do którego: „Rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności”;
 - 13) art. 382 § 3 k.s.h., stosownie do którego: „Do szczególnych obowiązków rady nadzorczej należy ocena sprawozdań, o których mowa w art. 395 § 2 pkt 1, w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym, oraz wniosków zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty, a także składanie walnemu zgromadzeniu corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny”;
 - 14) art. 384 § 1 k.s.h., stosownie do którego „Statut może rozszerzyć uprawnienia rady nadzorczej [...]”;
 - 15) art. 39–395, 430 § 1, 431 § 1, 433 § 1 i 2, 442 § 1, 444 § 1, 448 § 1, 442 § 1, 455 § 1 i 2, 459 pkt 1 i 2 k.s.h., z których wynikają uprawnienia władcze walnego zgromadzenia, czyniąc z niego władzę najwyższą w spółce akcyjnej;
 - 16) art. 412 § 3 k.s.h., który wyraźnie stanowi, że członek zarządu spółki publicznej może być pełnomocnikiem akcjonariusza, a więc w zakresie spraw związanych z pełnomocnictwem jest związany decyzjami akcjonariusza;
 - 17) art. 415 § 3 k.s.h., stosownie do którego: „Uchwała dotycząca zmiany statutu, zwiększająca świadczenia akcjonariuszy lub uszczuplająca prawa przyznane osobiście poszczególnym akcjonariuszom zgodnie z art. 354, wymaga zgody wszystkich akcjonariuszy, których dotyczy”;
 - 18) art. 419 § 1 k.s.h., stosownie do którego: „Jeżeli w spółce istnieją akcje o różnych uprawnieniach, uchwały o zmianie statutu [...] mogące naruszyć prawa akcjonariuszy danego rodzaju akcji, powinny być powzięte w drodze oddzielnego głosowania w każdej grupie [rodzaju] akcji. W każdej grupie akcjonariuszy uchwała powinna być powzięta większością głosów, jaka jest wymagana do powzięcia tego rodzaju uchwały na walnym zgromadzeniu”;
 - 19) art. 419 § 4 k.s.h.: „Statut może przewidywać, że zniesienie lub ograniczenie przywilejów związanych z akcjami poszczególnych rodzajów oraz uprawnień osobistych przyznanym indywidualnie oznaczonemu akcjonariuszowi następuje za odszkodowaniem”;
 - 20) art. 428 § 2 k.s.h., stosownie do którego: „Zarząd odmawia udzielenia informacji, jeżeli mogłoby to wyrządzić szkodę spółce, spółce z nią powiązanej albo spółce lub spółdzielni zależnej, w szczególności przez ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych lub organizacyjnych przedsiębiorstwa”;
 - 21) art. 428 § 3 k.s.h.: „Członek zarządu może odmówić udzielenia informacji, jeżeli udzielenie informacji mogłoby stanowić podstawę jego odpowiedzialności karnej, cywilnoprawnej bądź administracyjnej”.
4. Ocena większości postanowień ZŁK w części dotyczącej tzw. *corporate governance* instytucji nadzorowanych prowadzi do wniosku, że nie tylko wiele z nich narusza podstawowe zasady (fundamenty) prawa spółek, konkretne normy-reguły k.s.h, ale ponadto cechuje je źle rozumiany paternalizm twórców ZŁK, prowadzący do formułowania zasad o nikłym znaczeniu praktycznym lub oczywistych.
- Dodatkowo, wadą ZŁK jest powtarzanie niektórych rozwiązań, które można odnaleźć w rozmaitych regulacjach prawnych i dobrych praktykach. Powoduje to oczywistą trudność w potencjalnym stosowaniu ZŁK wobec krzyżowania się ZŁK z różnymi regulacjami normatywnymi i pozanormatywnymi. Taki niekontrolowany chaos sprzyja nie tylko wysokim kosztom transakcyjnym po stronie użytkownika ZŁK, ale co nie mniej ważne promuje ryzyka wynikające

z braku pewności co do wykładni, jej stabilności i przewidywalności, a w konsekwencji – zagraża pewności obrotu prawnego. **Nie sprzyja to identyfikacji i zapobieganiu ryzyk w działalności instytucji nadzorowanych, ale je zwiększa o dodatkowe ryzyko w postaci braku pewności co do reguł ładu korporacyjnego, któremu podlega instytucja nadzorowana.**

5. Model ładu korporacyjnego przedstawiony w ZŁK prowadzi bowiem w istocie rzeczy do jak najdalej idącego **odseparowania akcjonariuszy od sfery zarządzania spółką**, redukując wszystkich akcjonariuszy (niezależnie od stopnia ponoszonego przez nich ryzyka inwestycyjnego) do roli pasywnych inwestorów, zbliżających się w swoich uprawnieniach do obligatariuszy zajmujących stanowisko w pewnych sprawach dotyczących spółki. ZŁK wychodzi zatem z założenia, że akcjonariusz instytucji nadzorowanej jest „tylko” akcjonariuszem, a jego aktywność w sferze zarządczej jest potencjalnie wysoce szkodliwa.
6. ZŁK, akcentując samodzielność i niezależność zarządu od akcjonariuszy, maksymalizują zwalczany od kilkuset lat w prawie spółek konflikt *agency*.
7. ZŁK w praktyce kształtują pozycję KNF jako super-organu spółki, ale poza prywatnoprawną konstrukcją prawa spółek bez przypisanej do tego odpowiedzialności.
8. ZŁK promują postawę nieufności wobec akcjonariuszy (właścicieli) spółki.
9. ZŁK posługują się niejasnym pojęciem interesu instytucji nadzorowanej bez wyjaśnienia, w jakiej relacji pojęcie to pozostaje do pojęcia interesu spółki. Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem SN pod pojęciem interesu spółki należy rozumieć wypadkową interesu jej udziałowców. Jest to kwestia o znaczeniu fundamentalnym, ponieważ konkretyzacja interesu spółki determinuje obowiązki zarządu i rady nadzorczej oraz chroni akcjonariuszy przed alienacją zarządu i rady nadzorczej od akcjonariuszy, którzy ponoszą ryzyko ekonomiczne decyzji zarządzających i nadzorujących.
10. Założenia zawarte w ZŁK są sprzeczne z najnowszymi tendencjami reformy europejskiego prawa spółek promującymi aktywizm akcjonariuszy. Stanem pożądanym jest, aby główny akcjonariusz lub jego przedstawiciel wchodził w skład zarządu spółki. Zaangażowanie głównego akcjonariusza w uczestnictwo w zarządzie spółki powoduje eliminację lub złagodzenie jednego z dylematów prawa spółek związanego z nadużywaniem osobowości prawnej wobec swoistej rezygnacji akcjonariusza z braku osobistej odpowiedzialności i poddanie się rygorom odpowiedzialności cywilnej i karnej na zasadach dotyczących członków zarządu i rady nadzorczej. Niezrozumiałe jest zatem wymaganie, aby w razie podjęcia się przez akcjonariusza roli zarządzającego tracił on wpływ na skład organu nadzoru, którego zadaniem jest reprezentowanie interesów akcjonariuszy, oraz co oznacza, że udziałowcy nie mogą ingerować w sposób sprawowania zarządu, w tym w prowadzenie spraw przez organ zarządzający instytucji nadzorowanej. Nie sposób wyjaśnić celu postanowienia, które stanowi, że wprowadzanie uprawnień osobistych lub innych szczególnych uprawnień dla udziałowców instytucji nadzorowanej powinno być uzasadnione i służyć realizacji istotnych celów działania instytucji nadzorowanej. Trudno rozstrzygnąć, jak należy rozumieć postulat, aby uprawnienia udziałowców nie prowadziły do utrudnienia prawidłowego funkcjonowania organów instytucji nadzorowanej lub dyskryminacji pozostałych udziałowców w kontekście natury i konstrukcji spółki kapitałowej.
11. Przewidziane w § 12 ust. 1 i 2 ZŁK obowiązki akcjonariuszy instytucji nadzorowanych (abstrahując od skutków wskazania takich obowiązków) do bezzwłocznego ich dokapitalizowania – nie tylko wtedy, gdy wymagają tego przepisy prawa lub regulacje nadzorcze, ale także w każdym przypadku, gdy wymaga tego bezpieczeństwo instytucji nadzorowanej, stoją w fundamentalnej sprzeczności z ukształtowaniem spółek akcyjnych (a także spółek z o.o.)

jako osób prawnych. Nie jest przy tym jasne, czy celem ZŁK jest nałożenie takiego obowiązku na wszystkich akcjonariuszy spółki publicznej, co wynikałoby z ich literalnej treści. W takim jednak ujęciu KNF nakładałoby obowiązki na licznych obywateli, którzy zdecydowali się zainwestować własne środki na giełdzie [sic!].

12. Wprowadzenie instytucji zbliżonej do subsydiarnej odpowiedzialności wspólników za zobowiązania spółki [czyż w istocie jest obowiązek dokapitalizowania spółki, aby uniknąć jej upadłości] podważa przyjętą w polskim i europejskim prawie spółek koncepcję osobowości prawnej spółek kapitałowych. Sytuacja taka oznaczałaby rewolucję w prawie spółek. Do dokonania takiej rewolucji konieczna byłaby wyraźna ingerencja ustawodawcy. Z pewnością nie jest możliwe wprowadzenie jej na poziomie *soft law* (niezależnie od oceny skutków takiego działania).

Wykaz źródeł

- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York 1932.
- Bainbridge S.M., *Corporate Governance After the Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford 2012.
- Fraćkowiak J. [w:] *System Prawa Prywatnego, Prawo cywilne – część ogólna*, tom I, red. M. Safjan, CH Beck, Warszawa 2012.
- Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, H.R.4173 [Pub. L. 111–203].
- Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, (Dz. Urz. UE 2007 L 184/17).
- Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 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. Urz. UE 2004 L 390/38).
- Gizbert-Studnicki T., *Zasady i reguły prawne*, „Państwo i Prawo” 1988, nr 3.
- Kirkpatrick G., *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD 2009, <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/42229620.pdf>
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów z 12 grudnia 2012 r., który zawiera *Plan działania: Europejskie prawo spółek i ład korporacyjny – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw*, COM{2012} 740 final [Plan Działania 2012].
- Komunikat Komisji Europejskiej do Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 maja 2003 r. zatytułowany *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM{2003} 284 final [Plan Działania 2003]
- Langendoen L., *Long-Term or Short-Term Shareholdership: Does it Really Count?*, [in:] *Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise*, OECD Publishing, Paris 2012.
- Michalski M., *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Zakamycze, Kraków 2004.
- Opalski A., *O pojęciu interesu spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 11.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, CH Beck, Warszawa 2010.

- Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 (Sarbanes-Oxley Act), H.R. 3763 [Pub. L. 107–204].
- RiskMetrics Group, raport, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 2009. dostępny pod adresem: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf
- Romano R., *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, „Yale Law Journal” 2005, vol. 114.
- Romanowski M., *Czy spółka może być nadczłowiekiem lub przynajmniej dronem – czyli o skłonnościach do przypisywania interesowi spółki pozoru rzeczywistości*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014, nr 2.
- Romanowski M., [w:] *System Prawa Prywatnego. Prawo spółek osobowych*, tom 16, red A. Szajkowski, CH Beck, Warszawa 2016.
- Romanowski M., Weber-Elżanowska A., *Kilka refleksji na temat kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego do wydania „Zasad Ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych”*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2016, nr 3.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE [Dz.Urz.Ue.L Nr 173]
- Safjan M. [w:] *System Prawa Prywatnego. Tom 1. Prawo cywilne – część ogólna*, red. M. Safjan, CH Beck, Warszawa 2007.
- Shareholder Bill of Rights Act of 2009, s. 1074 [111th] <http://www.govtrack.us/congress/bills/111/s1074/text>
- Szajkowski A. [w:] *System Prawa Prywatnego. Prawo spółek osobowych*, tom 16, red A. Szajkowski, CH Beck, Warszawa 2016.
- Szwaja J. [w:] Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., *Kodeks spółek handlowych*, CH Beck, Warszawa 2010.
- Tarska M., *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Istota. Ustrój. Funkcjonowanie*, CH Beck, Warszawa 2003.
- Uchwała KNF z dnia 22 lipca 2014 r. o wydaniu Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych.
- Van der Elst C., *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, „ECGI – Law Working Paper” 2012, no 188.
- Vermeulen E.P.M., *Entrepreneurship and Innovation in Listed Companies: What is the Role of Corporate Governance?*, [in:] *Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise*, OECD Publishing, Paris 2012.
- Włodyka S., *Prawo Spółek Handlowych*, tom II, C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Wronkowska S., Ziemiński Z., *Zarys teorii prawa*, Ars Boni et Aequi, Poznań 1997.
- Wronkowska S., Ziemiński Z., *Zasady prawa. Zagadnienia podstawowe*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1974.

Influence on the corporate matters of insurance undertakings exerted by the Polish Financial Supervision Authority against the background of Corporate Governance Rules for Supervised Institutions

In 2014, the Polish Financial Supervision Authority (PFSA, Komisja Nadzoru Finansowego) adopted the Corporate Governance Rules. The document sets out a framework of recommended rules guiding internal corporate affairs of entities supervised by the PFSA. The majority of the document's provisions on corporate governance must be assessed very critically. Many rules proposed by the PFSA infringe fundamental principles of company law and/or specific provisions (rules) of the Polish Code of Commercial Companies. Moreover, the inexplicably paternalistic approach of the drafters of the Corporate Governance Rules manifests itself in the introduction of many rules that are either obvious or of a limited practical importance.

Keywords: Corporate Governance Rules, Polish Financial Supervision Commission, company law, the nature of capital companies.

PROF. DR HAB. MICHAŁ ROMANOWSKI – Instytut Prawa Cywilnego, Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Warszawski; od 2006 do 17 grudnia 2015, do chwili likwidacji, członek Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego, przewodniczący zespołu ds. umowy ubezpieczenia; współnik w kancelarii Romanowski i Wspólnicy

PIOTR HAIDUK – adwokat w kancelarii Romanowski i Wspólnicy

