

## Komentarze do Gdańskiego kodeksu nadzoru korporacyjnego

Holly J. Gregory [partner w Weil, Gotshal & Manges]  
Jean-Pierre Paelinck [sekretarz generalny Euroshareholders]  
Jacek Socha [przewodniczący KPWiG]  
Raimondo Eggink [członek Rady Giełdy]  
Krzysztof Szwarc [przewodniczący Rady Nadzorczej BRE Bank S.A.]  
Jacek Siwicki [partner Zarządzający Enterprise Investors]

/więcej na stronie [PFCG.ORG.PL/](http://PFCG.ORG.PL/)

---

Holly J. Gregory, [partner w Weil, Gotshal & Manges]  
(konferencja z 26 kwietnia 2002 r.)

---

"I want to reiterate the congratulations. I think that this code is a significant accomplishment and a very important beginning to the in-depth discussion on corporate governance in Poland among the private sector and how voluntary improvements can happen. For a code to be widely accepted it needs broad base of support and it sounds as if the process by which this code has been devised, reached out and looked for support from the private sector. I think that is a very, very good sign. The process in how these codes develop is really almost as important as the substantive provisions that the codes come up with.

The code has a number of critical points that I think are very important - Jean-Pierre pointed out a number of them. I would agree with sort of the focus on the goal being to create shareholder value. We could of course have a nice debate about this. To my mind when we talk about creating shareholder value we should recognize it as a long-term concept. The shareholder value depends in large part on how a company treats all of its stakeholders, its customers, its suppliers, its employees, environment and society at large. If we all understand that then we can have more comfort with the notion of shareholder value. Unless you have shareholder value as your model, you have very little way to judge the success of a corporate management, the success of a supervisory board and the success of a company - because we can all have different interests. So I do not like to think of the role of the supervisory body as trying to balance interests. It really needs to have a firm goal in mind, which is shareholder value and then to judge its options and how it reflects the interests of all the constituencies baring that as its polestar, its North Star if you will, that it is trying to follow.

I think that the code is very interesting in its emphasis on a need to protect minority shareholders from abuses by the controlling shareholder. I think that it is right in focusing on that as a primary issue here in Poland. Although corporate governance - transparency, fairness, accountability and responsibility are really legal issues at the core and effective corporate governance means having effective framework for law and regulation in place. Those legal framework conditions are a whole host of things: there are bankruptcy laws, antitrust laws, securities laws, there are the laws of company formation, there are the listing requirements, there are the accounting standards and the tax and pension policies and importantly enforcement capacity as well. The framework conditions extend to business norms. In developed nations, when we talk about codes of corporate governance best practice, the codes are largely addressing sort of the cultural issues of, for example the processes that would help the supervisory board develop a culture of independence and objectivity. In many emerging markets the creation of voluntary codes of corporate governance are often used to address some issues that might better be dealt with by law and regulation. Either because the country (the nation) is in the stage that the code becomes actually a movement toward some more regulation or because the status quo cannot be changed.

Now, the clear focus of the code that we are discussing today is the protection of minority shareholders from misuse by controlling shareholders. I am certainly no expert in corporate governance in Poland. But the question that raises to my mind - and I think the code itself very neatly frames the issue - is how much of what the code addresses by way of protections for minority shareholders are really already established in your law but there is lack of meaningful and accessible enforcement mechanisms for shareholders to use. And so to me this is another component of the discussion that I am hoping will be drawn out by the code that we have before us and then if lack of enforcement is an issue - how could that be remedied. Then also how will a voluntary code like this be put into force in effect - will you use a disclosure regime to help get more information about what companies are following the code. And then, if the law itself does not provide sufficient protections for minority shareholders, what are the things that need to be done there.

These comments are not meant in any way to be a criticism of the code. I think that the analysis of the problem and the substantive solutions outlined by the code are really correct. The code is providing the appropriate result if it draws attention to the issues and stimulates discussion and a thoughtful debate.

I do have another comment - I think encouraging independence of the supervisory board is a very important aspect of protecting minority shareholders from expropriation from both controlling shareholders and managers. But I am a little concerned about the notion of "blocking rights" for independent directors. I do not want to be really critical of it because I do not understand the environment here in Poland enough to know the issue, but my question is as whether there could be other, perhaps legal mechanisms, to deal with the issue in a way that would not essentially undermine the one share - one vote concept as it relates to the controlling shareholder. I am a proponent of shareholder rights and in particular one share - one vote and so I do have concerns about the recommendation in principle II, that controlling shareholder should not vote for the independent directors or that the independent directors also have blocking rights. I am wondering how much of that could be dealt with by having a law or real regulation that requires directors who are interested in a transaction to notify. So that you are not giving a group voting rights but you are giving another group a requirement to disclose that they have an interest in a transaction and to abstain from participating.

Thank you!"

---

Jean-Pierre Paelinck, sekretarz generalny Euroshareholders  
(konferencja z 26 kwietnia 2002 r.)

---

"Mister chairman, I will certainly very gladly give some of the considerations from the side of Euroshareholders. We are very appreciative of your code. This code has a major advantage - it comes from the side of investors. If someone else tells me what is good for me I am always a bit suspicious, but if we (i.e. investors) can say what is good for the investor I am quite easily convinced. I will explain that point very briefly. At the given moment at the Amsterdam Stock Exchange, they required from the listed companies some timely information, etc. and they were extremely strict. They decided to put an asterisk behind each company listed at the Amsterdam Stock Exchange, which did not comply with the rules, and nobody cared! But if a company says in its annual report to the investors: "Well, this complies with a code made up by the investors", I am sure that this will have an impact.

In principle one I really feel the voice of the reasonable intelligent shareholder who understands that it is in the interest of the shareholder also to be concerned by the interests of other interested parties of the stakeholders. And that includes the interest of the board because in fact the board has also a great interest in shareholder's value.

In the principle number two, indeed there is a question that we should not allow minority shareholders to be discouraged. The techniques you all know - if you want to discourage minority shareholders for a number of years, you make sure that there are no dividends given or that the dividends are in fact not reflected to all shareholders in the same way. For example, today in the National Bank of Belgium, which is the central bank, there are 50 percent of the shares in the hands of the public and 50 percent in the hands of the state. And now they decided that when they sold gold, which is in the balance sheet, the profit goes only to the 50 percent belonging to the state. This is an example of a disproportionate distribution of wealth.

Principle number three - well, we have a little bit of a different view. We allow one independent director to be an ex-executive director, because he knows a lot about the company itself and he is no longer belonging to the executive side of the company. But not two - one. I think that this is a slight difference - we added it in our guidelines, as we call it.

If a company does not comply with this kind of codes then we have a kind of a Vivendi-Universal situation, where there is no longer a confidence and a co-operation between the leadership and the shareholders and in fact the shareholders are the owners, we should not forget it, but intelligent owners. And everything, I suppose, has a lot to do with communication and information.

In principle number five I would have added something, but not everyone agrees. I know that in our Euroshareholders the French delegation does not agree with what I will tell you now. You say you may not have poison pills preventing the takeover by any company. If the new institution that would acquire the company is a mafia-type organization and if the shareholders are properly informed on it and if they still want to sell as they offer the highest price - in such a case I would believe that the board should be able to prevent the takeover by a criminal organization, but this is a small case and I do not think that it happens very often.

Principle six I find perfect and in principle seven I would go a little bit further and I would say that the auditors have to be at least appointed (perhaps chosen, proposed) by the general assembly or shareholders, because if it is the board or the leadership, there is too much friendship between the auditor and the board. I like it to be really the shareholder to decide. And I will just finalize my remarks, because I have to complement Marta Kowalska-Marrodan. She really drew our attention to the major items, to the major concerns and I think that she was an excellent moderator - I liked to mention it just briefly.

Thank you!"

---

Jacek Socha - komentarz do gdańskiego kodeksu

Wypowiedź podczas posiedzenia Komisji Skarbu Państwa poświęconego dyskusji nad projektami kodeksu nadzoru korporacyjnego (26 lutego 2002)

---

"(...) To rzeczywiście ciekawy temat i może warto byłoby odbyć taką dyskusję. Jesteśmy trochę w tyle wobec innych krajów, w których kodeksy nadzoru korporacyjnego już istnieją. Idea stworzenia czegoś podobnego pojawiła mi się w głowie znacznie wcześniej niż rozpoczęły się omawiane wcześniej działania. Materialnym tego dowodem jest powołanie przeze mnie w 1997 r. Fundacji Rozwoju Standardów Rynku Kapitałowego, która istnieje do dzisiaj. Jednak przede wszystkim skoncentrowałem się na sprawach związanych ze standardami rachunkowości, które obecnie, zgodnie z nową ustawą o rachunkowości, będą prowadzone przez komisję przygotowaną przez Ministerstwo Finansów. Mamy dziś okazję zapoznać się z dwoma dokumentami. Jeżeli chodzi o stanowisko Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, uważamy, że w przypadku takich projektów mogą zaistnieć dwa podejścia, węższe i szersze. Oba projekty wybrały podejście węższe, tzn. dotyczące spółki publicznej i koncentrujące się tylko i wyłącznie na opracowaniu zasad nadzoru korporacyjnego oraz kwestii spółki jako podmiotu działającego. Te dwa materiały są przygotowane mniej więcej tak jak kodeks handlowy, określający, co powinny robić, a czego nie różnego rodzaju organy spółki oraz jakie powinny być relacje między akcjonariuszami. Moim zdaniem zamiast określenia "zasady nadzoru", powinniśmy użyć pojęcia "ład korporacyjny", które jest szersze i mieści w sobie dużo innych, dodatkowych propozycji zachowań na rynku spółki publicznej. Myślę, np. o niedopracowanych obecnie zasadach wynagradzania zarządu i innych osób pracujących w spółce albo wygładzie opcji menedżerskich. Konflikt interesu między poszczególnymi grupami akcjonariuszy jest oczywiście bardzo istotny, jednak wydaje mi się, że trzeba spojrzeć na kwestie dobrych praktyk w tym szerszym ujęciu. W pewnym momencie pojawiło się pytanie, czy Komisja zamierza podejmować formalne działania, mające na celu doprowadzenie do stworzenia pewnych zasad postępowania. W materiale, przyjętym przez Komitet Rady Ministrów w ubiegły czwartek znajduje się punkt mówiący, że rząd zaleca stworzenie reguł, które określałyby zasady funkcjonowania spółki. Oznacza to, że ten problem został uwzględniony w ich materiale rządowym. W każdym zadaniu określonym przez rząd, a dotyczącym strategii rozwoju rynku kapitałowego jest wyraźnie określony resort wiodący, natomiast w tym jedynym punkcie stwierdzono, że nie ma wiodącego resortu. To znaczy, że jego rolę w pewnym sensie przejmuje Komisja we współpracy z innymi instytucjami, przede wszystkim z instytucjami środowiskowymi. Z tego względu, także jako przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, nie chciałbym, by Komisja uczestniczyła w tym od strony formalnej. Chodzi mi o przyjęcie, w jakimkolwiek trybie, uchwały Komisji przyjmującej któryś z kodeksów za lepszy czy gorszy oraz decydującej, że należałoby go stosować lub nie. Taka jest pierwsza formuła postępowania, ale jej nawet nie biorę pod uwagę. Druga formuła jest bardziej do przyjęcia, choć też nie jestem jej gorącym zwolennikiem. Polega na tym, by przy Komisji Papierów Wartościowych utworzyć odpowiednie ciało, które działałoby w środowisku. Jest to możliwe, gdyż przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych, zgodnie ze statutem może tworzyć ciała opiniotwórcze, które zajmowałyby się określoną tematyką, w naszym przypadku dobrymi praktykami. Nie przewiduję jednak skorzystania z tego rozwiązania. Osoby, które współtworzyły zasady kodeksu, jak powiedział profesor Grzegorz Domański, działały przedtem niezgodnie z zasadami lub wynajdywały sposoby jak obchodzić je zgodnie z przepisami Kodeksu handlowego lub też wymyślały swoją interpretację tych przepisów. Mam informacje, że te osoby mimo uczestnictwa w pracach nad kodeksem, na co dzień niezbyt przestrzegają zasad. To jest istotny problem w polskim środowisku spółek i osób, związanych ze spółkami publicznymi. Jestem zwolennikiem stworzenia zasad ładu korporacyjnego, jednak ich wprowadzenie nie będzie automatycznie oznaczać, że spółki zaczną składać deklaracje działania, opierając się na tych zasadach, że im się poddadzą czy że zgodnie z nimi będą przygotowywać dokumenty. Przejrzałem dzisiaj te dwa projekty. Jeden z nich znam lepiej, drugi trochę mniej, mimo to zauważyłem, że jest między nimi jedna zasadnicza różnica. Materiał przygotowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową jest w pewnych punktach dokładniejszy, bardziej precyzyjny. Ma to jednak też swoją ciemną stronę, gdyż przez to wychodzi poza obszary, których powinien dotyczyć. Niektóre propozycje mówią, np. o tym czy spółka w Polsce może się bronić przed przejęciem, czy też nie. Przypominam, że właśnie z tego powodu nie przyjęto dyrektywy Unii Europejskiej, która była dyskutowana przez jedenaście lat. W tych dyskusjach nie potrafiono znaleźć wspólnego mianownika między anglosaskim modelem kodeksu, a modelem kontynentalnym. Kontynentalny typ kodeksu dopuszczał różne techniki obrony przed wrogim przejęciem, np. trującą pigułkę, białego rycerza lub inne.

W typie anglosaskim to rynek decyduje, czy spółka jest warta tyle ile zaproponowano, więcej lub mniej, oraz że przy wrogim przejęciu nie powinna stosować żadnych technik obronnych. To jest bardzo trudny problem, przez który w zeszłym roku Unia Europejska, pomimo jedenastu lat dyskusji, nie przyjęła dyrektywy o przejęciach. Rozwiązania zawarte w projekcie wydają się bardzo atrakcyjne i ciekawe, jednak część z nich powinna znajdować odniesienie także w przepisach prawa, ewentualnie należałoby to przedyskutować. Jako przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd chciałbym, aby powstały zasady ładu korporacyjnego oraz, by zostały one przyjęte i stosowane przez spółki publiczne, poza tym powinna tu być obecna inicjatywa środowiskowa. Jest jeszcze inna kwestia. Może dojść do potrzeby utworzenia na rynku papierów wartościowych instytucji, grona osób lub podmiotu, który miałyby prawo osądzić czy ktoś działa zgodnie z zasadami ładu korporacyjnego, czy nie. Nie chciałbym, by tym ciałem został organ administracji rządowej. Przeznaczeniem tego typu ciała byłoby raczej kontrolowanie np. przestrzegania zasady kodeksu korporacyjnego, mówiącej o przysyłaniu raportów. Taki przepis jest zamieszczony w rozporządzeniu Rady Ministrów, którego spółka publiczna musi bezwzględnie przestrzegać. Aparat administracyjny jest po to, aby sprawdzić i ewentualnie nałożyć karę, łącznie z usunięciem spółki z publicznego obrotu za raporty niezgodne z rozporządzeniem Rady Ministrów. Takie ciało orzekające o braku stosowania się do zasad dobrych praktyk powinno się składać raczej z ogólnie uznanych autorytetów i być nie tyle w formą sądu, co czymś w rodzaju rady mędrców czy starszyny. Polem działania takiego ciała byłby rynek. Nie wiem, czy CETO i giełda stworzyłyby takie ciała orzekające oddzielnie, czy byłoby to wspólne przedsięwzięcie. Moim zdaniem rynek, na którym handluje się spółkami, powinien zapewniać wysoką jakość spółek. Dlatego nieraz mówiłem o tym, że nie powinno się łączyć bankrutów lub półbankrutów z bardzo dobrymi spółkami notowanymi na tym samym parkiecie. Rolę giełdy jako instytucji widzę szerzej niż zajmowanie się tylko sprawnym połączeniem zleceń czy promowaniem rynku, powinna ona też brać udział w rozwiązywaniu problemów, o czym mówiłem na wczorajszej konferencji. Dziś rano uczestniczyłem w spotkaniu mającym związek z Corporate Governance. Dotyczyło ono trudnego problemu spółki Stomil Olsztyn. Na posiedzeniu obecny jest pan Raimondo Eggink, który od niedawna jest członkiem jego rady nadzorczej. Problem Stomilu ma coraz większy wpływ na rynek papierów wartościowych. W projekcie Kodeksu nadzoru korporacyjnego opracowanym przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową jest wzmianka o niemożliwości przesuwania w czasie zwołania walnego zgromadzenia na wniosek mniejszościowych akcjonariuszy. Taka właśnie sytuacja miała miejsce w Elektrimie. Ostatnio włączyłem się do tej sprawy i zostałem za to skrytykowany przez jedną z gazet, która stwierdziła, że za daleko wchodzę jako administracja publiczna. Między wierszami znajdowało się pytanie, czy przyczyną nie są przypadkiem jakieś bliższe związki z tą sprawą. Od razu mogę na forum Komisji powiedzieć, że nie ma żadnych związków. Jeśli zaś chodzi o sprawę Elektrimu, tam nie zwołano walnego zgromadzenia w trybie pozwalającym na zwołanie go akcjonariuszom mniejszościowym. Jestem na 95% pewien, co zresztą powiedziałem wczoraj publicznie, że do 10 kwietnia walne zgromadzenie Elektrimu nie odbędzie się, gdyż 75% głosów, które są potrzebne na tym zgromadzeniu do wyboru jego przewodniczącego zostanie tak zablokowane, że nie będzie można go wybrać. Przypomnę, że spółka jest w bardzo złej sytuacji i ma otwarty układ z wierzycielami, którzy na dobrą sprawę są zainteresowani doprowadzeniem do upadłości Elektrimu. Wierzyiele już wcześniej złożyli do sądu wnioski o upadłość, który jednak został uchylony, został za to ustalony otwarty układ. Chętnie zrezygnowałbym z uczestnictwa w takich sytuacjach, jednak na razie często jestem do tego zmuszony, mogę nawet powiedzieć, że są moją codziennością. Dlatego chciałbym by problemy, które ewentualnie pojawiałyby się w spółkach publicznych, zgodnie z zasadami ładu korporacyjnego oceniał ktoś inny, np. ciało doradcze lub orzekające o istnieniu wspólnego interesu rynku kapitałowego. Obecność przewodniczącego w takim ciele byłaby zasadna, gdyby trzeba było skorzystać z uprawnień formalnoprawnych polegających np. na roli przewodniczącego jako prokuratora w sprawach cywilnych. Ład korporacyjny niewątpliwie jest obecnie w Polsce na niskim poziomie i dobrze byłoby dojść do porozumienia i stworzyć zasady, które byłyby następnie przyjęte przez środowisko. Natomiast uważam, że powinny istnieć dwa projekty. Chcąc nie chcąc jestem w wielu przypadkach egzekutorem, prowadzę różnego rodzaju postępowania, skreślam ludzi z listy maklerów czy doradców albo nakładam kary. Doświadczenie podpowiada mi, że powinny być zapisane dwa kodeksy ładu korporacyjnego do wyboru, a następnie życie samo powoli zweryfikuje jego ostateczną postać oraz zdecyduje, który z nich zostanie przyjęty przez spółki i jak one będą się do niego stosowały. Znając sytuację rynku uważam, że na koniec powinno się wybrać ciało oceniające, z tym że w tej sytuacji to nie powinien być organ administracji rządowej."

**Zapis całej dyskusji znajduje się na stronie internetowej [www.sejm.gov.pl](http://www.sejm.gov.pl)**

---

Raimondo Eggink, członek Rady Giełdy  
(na postawie artykułu "Etyka pod sankcją", Gazeta Bankowa 17-23 września 2002)

---

"(...) Raimondo Eggink uważa, że nic nie stoi na przeszkodzie, by spółki stosowały zalecenia kodeksu gdańskiego. Rzeczywiście, zasada "stosuj lub wyjaśnij" daje taką możliwość. Inwestorów powinno usatysfakcjonować wyjaśnienie, że emitent nie stosuje się wprawdzie do zaleceń kodeksu przyjętego przez Radę Giełdy, ale przestrzega zaleceń kodeksu gdańskiego i poddaje się ocenom ratingowym

Polskiego Forum Corporate Governance (podmiotu utworzonego przez IBnGR). Pytanie jednak: czy takie rozwiązanie byłoby korzystne z punktu widzenia przejrzystości rynku? (...)

---

Krzysztof Szwarc, Przewodniczący Rady Nadzorczej BRE Banku S.A.  
Jacek Siwicki, Partner zarządzający Enerprise Investors  
(na postawie artykułu "Firma bez nadzoru", Businessman Magazine)

---

"(...) Oba kodeksy - warszawski i gdański- mają wiele cech wspólnych, regulują najważniejsze kwestie ładu korporacyjnego: problem przejrzystości i ochrony akcjonariuszy mniejszościowych - mówi Krzysztof Szwarc.

- Widać, że kodeks warszawski opracowany jest przez prawników, gdyż szczegółowo wchodzi w problemy proceduralne pracy rady nadzorczej. Ale oba są dobre - przyświeca im ten sam cel. - Kodeks warszawski to instrukcja obsługi ("przewodniczący wstaje i wita zebranych..."), gdański zaś próbuje ogarnąć zagadnienie i zostawia firmom swobodę w kształtowaniu indywidualnych zachowań - dodaje Jacek Siwicki.

Oba projekty zmierzają do zagwarantowania radzie nadzorczej niezależności - zarówno od akcjonariusza dominującego, jak i od zarządu. Jej działania powinny równoważyć interesy wszystkich akcjonariuszy. Stąd postulat wprowadzenia do rad członków niezależnych. - Kodeks gdański idzie jednak trochę dalej - uważa Krzysztof Szwarc. - Mówi on np., że w każdej radzie nadzorczej powinno być co najmniej dwóch niezależnych członków, do rady należy nadzorowanie programów motywacyjnych dla zarządów, płace członków RN i zarządów powinny być jawne i publikowane w Internecie. (...)"

"(...) W niektórych krajach europejskich istnieją obok siebie po dwa, a nawet cztery kodeksy i nikt z tego powodu nie kruszy kopii. - Dobrze, że są dwie propozycje. W spółkach dojdzie z pewnością do dyskusji, porównań, a to przyczyni się do lepszego zrozumienia tematu - twierdzi Krzysztof Szwarc. Racja. Nikt nie ma monopolu na wiedzę. A konflikt wokół dwóch kodeksów to tak naprawdę przede wszystkim konflikt osobowości. Z punktu widzenia firm nie ma on większego znaczenia."

---

Zapraszamy do regularnego odwiedzania serwisu [PFCG.ORG.PL](http://PFCG.ORG.PL)