

Uwagi wprowadzające. Aktualność problemu związanego z *corporate governance*

Debata o sposobach udoskonalenia funkcjonowania *corporate governance* toczy się od początków rozwoju spółki akcyjnej¹. Już w 1776 r. problem związany z oddzieleniem własności od zarządzania został zidentyfikowany przez A. Smitha, który ostrzegł: „Od menedżerów korporacji, zarządzających raczej cudzymi niż swoimi pieniędzmi, nie można oczekiwać, że będą dbać o fundusze z taką samą czujnością, z jaką dbają o swoje pieniądze wspólnicy spółek prywatnych. (...) Dlatego w zarządzanie działalnością korporacji, zawsze w mniejszym lub większym stopniu musi wkrąść się rozrzutność i niedbalstwo”².

Problem dotyczący *corporate governance* ujawnia się w szczególności w spółkach korzystających z pozyskiwania kapitału w trybie oferty publicznej oraz w instytucjach finansowych, które obracają powierzonym im cudzym kapitałem, obciążając go ryzykiem (np. deponenci w bankach, uczestnicy funduszy inwestycyjnych otwartych i zamkniętych, uczestnicy funduszy emerytalnych, ubezpieczający i ubezpieczeni). Współcześnie konieczność poszukiwania efektywnych mechanizmów *corporate governance* nabrała znaczenia na przełomie XX i XXI w., gdy na światło dzienne wydostały się ogólnoswiatowe afery finansowe. Ich przykłady stanowią oszustwa w Daiwa Bank (1995 r., na kwotę 1,1 mld USD³), Barings Bank (1995 r., na kwotę 827 mln GBP⁴), Sumitomo Corporation

¹ C. Teichmann, *Corporate governance*, s. 21 i n.

² „*The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less in the management of the affairs of such a company*”.
A. Smith, *An Inquiry into the Nature*, s. 574–575.

³ D. Osbourne, *US Orders Daiwa Bank Shutdown*, <https://www.independent.co.uk/news/business/us-orders-daiwa-bank-shutdown-1537096.html> (dostęp: 25.10.2020 r.).

⁴ J. Rodrigues, *Barings Collapse at 20*, <https://www.theguardian.com/business/from-the-archive-blog/2015/feb/24/nick-leeson-barings-bank-1995-20-archive> (dostęp: 25.10.2020 r.).

(1996 r., na kwotę 1,6 mld USD⁵), Enron (2001 r., na kwotę 74 mld USD⁶), Allied Irish Bank (2002 r., na kwotę 691 mln USD⁷) oraz WorldCom (2002 r., na kwotę 9 mld USD⁸), które stały się zagrożeniem dla stabilności nie tylko lokalnych rynków, ale i globalnego rynku finansowego.

Do jednych z najgłośniejszych afer zaliczany jest upadek amerykańskiej spółki Enron Corporation w 2001 r., której nazwa stała się synonimem bankructwa oraz nieuczciwości menedżerów⁹. Spółkę Enron jeszcze rok przed wybuchem postrzegano jako rynkową potęgę, której akcje wyceniano na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych na ponad 75 mld USD¹⁰. Z punktu widzenia *corporate governance* wymaga zwrócenia uwagi okoliczność, że w tym samym roku, tj. w 2000, rada dyrektorów spółki Enron została uznana przez „Chief Executive” – opiniotwórczy dla rynku amerykańskiego magazyn oceniający profesjonalizm i rzetelność zarządzających spółkami giełdowymi, za jedną z pięciu najlepiej funkcjonujących rad dyrektorów spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych¹¹. Wyróżniając rady dyrektorów, magazyn brał pod uwagę rady funkcjonujące w zgodzie z prezesem zarządu, cieszące się poszanowaniem w swojej branży oraz wkładające nadzwyczajny wysiłek w rozwój *corporate governance*, dzięki czemu mogą stanowić wzór do naśladowania dla innych spółek¹².

Mimo najwyższych wycen i ocen w zakresie jakości zarządzania oraz nadzoru, już w 2001 r. w ciągu kilkunastu dni wartość akcji Enron spadła aż o 60 mld USD¹³, a więc o 80%. Analiza sytuacji finansowej spółki ujawniła, że współpracująca z nią firma konsultingowa z tzw. Wielkiej Piątki (Arthur Andersen), od lat ukrywała straty Enron przy pomocy nieuczciwego księgowania oraz fał-

⁵ P. Krugman, How Copper Came a Cropper, <https://slate.com/business/1996/07/how-copper-came-a-cropper.html> (dostęp: 25.10.2020 r.).

⁶ T. Segal, Enron Scandal, <https://www.investopedia.com/updates/enron-scandal-summary/> (dostęp: 25.10.2020 r.).

⁷ M. Tran, Allied Irish Fraud ‘Began in 1997’, <https://www.theguardian.com/business/2002/feb/20/2> (dostęp: 25.10.2020 r.).

⁸ Report of investigation by the Special Investigation Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/000093176303001862/dex991.htm> (dostęp: 25.10.2020 r.).

⁹ Przez pojęcie menedżerów w niniejszej pracy rozumie się dyrektorów wykonawczych w systemie monistycznym oraz członków zarządu w systemie dualistycznym.

¹⁰ T. Segal, Enron Scandal, <https://www.investopedia.com/updates/enron-scandal-summary/> (dostęp: 25.10.2020 r.).

¹¹ S.L. Gillan, J.D. Martin, Financial Engineering, s. 22.

¹² P. Stanwick, S. Stanwick, Understanding Business Ethics, s. 297.

¹³ M. Przybyłowski, Enron stał się słowem, http://www.pfcg.org.pl/article/13450_Enron_stal_sie_slowem_ktorym_mozna_straszyc_dzieci.htm (dostęp: 25.10.2020 r.).

szowała jej sprawozdania finansowe¹⁴. Jedną z głównych przyczyn bankructwa spółki Enron były nadużycia dokonywane przez menedżerów, czyli co do zasady nieprawidłowości w funkcjonowaniu *corporate governance*. W efekcie, w 2002 r. w Stanach Zjednoczonych uchwalona została ustawa Sarbanes-Oxley Act of 2002¹⁵, której podstawowym zadaniem było wyeliminowanie nadużyć w nadzorze właścicielskim nad zarządzającymi spółkami giełdowymi.

Mimo wstrząsu, jakim był spektakularny upadek spółki Enron, a także zakończenie działalności przez firmę Arthur Andersen oraz uchwalenia ustawy Sarbanes-Oxley Act of 2002, w ciągu kolejnych kilku lat rynkiem finansowym wstrząsały kolejne afery. Kryzys finansowy w 2008 r., którego symbolem stał się upadek Lehman Brothers, manipulowanie przez banki stawkami LIBOR i EURIBOR oraz kolejne afery finansowe mające miejsce np. w Société (2010) czy JP Morgan Chase (2012) ujawniły, że mechanizmy *corporate governance* nadal są nieefektywne.

W Polsce w latach 90. ubiegłego wieku, gdy system gospodarczy uległ przekształceniu z gospodarki centralnie planowanej w gospodarkę rynkową, zbudowanie od podstaw *corporate governance*, w tym jego ram instytucjonalnych, stało się kluczowe. Procesy komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych stały się istotnymi narzędziami budowy rynku finansowego i kapitałowego w Polsce, którym towarzyszyło utworzenie giełdy papierów wartościowych, ówczesnej Komisji Papierów Wartościowych, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz przywrócenie znaczenia przepisów o spółce akcyjnej Kodeksu handlowego z 27.6.1934 r., a także uchwalenie Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹⁶. Ostatni przypadek związany z aferą GetBack S.A. z 2018 r. dowodzi, że pomimo obowiązujących regulacji i rozwijającego się rynku kapitałowego wraz z jego otoczeniem regulacyjnym i pozaregulacyjnym od blisko 30 lat problem skuteczności nadzoru korporacyjnego jest w Polsce nadal aktualny, a wręcz nasila się, biorąc pod uwagę, że wartość szkód wyrządzonych obligatariuszom i akcjonariuszom GetBack S.A. szacuje się na kilka miliardów złotych¹⁷, i to pod okiem Komisji Nadzoru Finansowego, audytorów z Wielkiej Czwórki, analityków rynkowych, mediów i agencji ratingowych. Mechanizmom *corporate governance* nie udało

¹⁴ T. Segal, Enron Scandal, <https://www.investopedia.com/updates/enron-scandal-summary/> (dostęp: 25.10.2020 r.).

¹⁵ Sarbanes-Oxley Act of 2002 (*Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act*), Pub.L. 107-204.

¹⁶ Ustawa z 21.8.1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (t.j. Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.).

¹⁷ M. Musiał, KNF: informacje o nieprawidłowościach przy sprzedaży obligacji GetBack zostały zweryfikowane, <https://www.gazetaprawna.pl/artykuly/1390511,knf-informacje-o-nieprawidlowosciach-przy-sprzedazy-obligacji-getback-zostaly-zweryfikowane.html> (dostęp: 25.10.2020 r.).

się uchronić spółki przed nadużyciami jej zarządu i nieskutecznością nadzoru sprawowanego przez radę nadzorczą oraz obecności wyspecjalizowanego akcjonariusza większościowego w postaci funduszu inwestycyjnego Abris, zarządzającego aktywami o wartości 1,3 mld Euro¹⁸, a w konsekwencji nie udało się ochronić tysięcy interesariuszy spółki GetBack S.A., którzy w zaufaniu do otoczenia instytucjonalnego rynku kapitałowego powierzyli bezpośrednio lub pośrednio pieniądze w zarządzanie spółce GetBack S.A. W raporcie GetBack S.A. w świetle *corporate governance*, jego autor i znany ekspert w dziedzinie *corporate governance* A. Nartowski zwraca uwagę, że „Niedostatek *corporate governance*, brak standardów etycznych, kultury organizacyjnej i bałagan w zarządzaniu sprzyjały nadużyciom i nieprawidłowościom w spółce i wokół niej. Najpoważniejszy udział w doprowadzeniu spółki do kryzysu miał jej zarząd. Nastawienie spółki na agresywny wzrost, wynagradzanie menedżerów w oparciu o wyniki krótkoterminowe, rodziło pokusę nadużyć i ryzyko moral hazard”¹⁹.

Z analizy działań GetBack S.A. wynika, że rada nadzorcza spółki w rzeczywistości nie nadzorowała działań zarządu. Członkowie zarządu sterowali przekazywanymi informacjami, oszukując w ten sposób organ nadzorczy. Występowanie takich zachowań pokazuje jak ważna jest współpraca między organami oraz wybór uczciwych menedżerów²⁰.

Na aferę finansową wywołaną przez GetBack S.A. patrzy się głównie przez pryzmat piramidy finansowej (tzw. schemat Ponziego). Problem jest jednak znacznie szerszy. Nasuwa się bowiem pytanie, czy obowiązujące mechanizmy *corporate governance* nie funkcjonują jedynie na papierze (*in books*), a więc jaka jest praktyczna użyteczność oświadczeń spółek publicznych o przestrzeganiu Dobrych Praktyk Spółek notowanych na GPW w 2016 r.²¹.

Biorąc pod uwagę przedstawione powyżej przykłady nadużyć (GetBack S.A., Enron), uzasadniona wydaje się teza o nieefektywnym funkcjonowaniu mechanizmów *corporate governance*, a w konsekwencji twierdzenie, że praktyka rynkowa dowodzi, iż mamy do czynienia jedynie z *corporate governance in books*. Celem powinno być osiągnięcie efektywnego, rzeczywiście funkcjonującego *corporate governance in action*. Aktualność oraz skala afer finansowych wywołanych mimo istnienia mechanizmów *corporate governance* dowodzą, że niezbędne jest poszukiwanie rozwiązań, które doprowadzą do funkcjonowania *corporate governance in action* dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu.

¹⁸ <http://www.abris-capital.com/investors> (dostęp: 25.10.2020 r.).

¹⁹ A. Nartowski, Sprawa GetBack S.A., s. 5, <http://www.andrzejnartowski.pl/wp-content/uploads/2019/02/Raport-Nartowskiego-Getback-i-corporate-governance.pdf> (dostęp: 25.10.2020 r.).

²⁰ *Ibidem*, s. 5.

²¹ Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf (dostęp: 25.10.2020 r.).

Podstawowymi problemami, przed którymi stoi *corporate governance* są nieprawidłowości w zarządzaniu spółką oraz bierność rady nadzorczej, która w przeciwieństwie do akcjonariuszy nie może być apatyczna²². Aktualne tendencje regulacyjne w zakresie zwiększenia efektywności nadzoru właścicielskiego zmierzają do aktywizacji akcjonariuszy, podczas gdy powinny koncentrować się na aktywizacji członków rady nadzorczej. W niniejszej pracy jest broniąca teza, stosownie do której **zwiększenie efektywności nadzoru korporacyjnego nie wymaga aktywizacji akcjonariuszy**. Inspiracją dla tak głoszonej tezy i podstawowym źródłem badawczym jest analiza rozważań *W. Buffetta* na temat istoty i funkcji *corporate governance*. Wybór doświadczeń *W. Buffetta* w stosowaniu reguł *corporate governance* jest świadomym zabiegiem. *W. Buffett* będący akcjonariuszem dominującym, CEO oraz przewodniczącym rady dyrektorów spółki Berkshire Hathaway jest jednym z najbardziej cenionych i rozpoznawalnych inwestorów na świecie. Zastosowanie jako metody badawczej perspektywy *W. Buffetta* uzasadnia przyjęcie przez niego w praktyce reguły inwestowania i zarządzania inwestycjami wedle modelu właściciela, a nie inwestora finansowego (*owner-related business principles*). *W. Buffett* komunikując się z akcjonariuszami spółki, w której posiada kontrolny pakiet akcji podkreśla, że postrzega akcjonariuszy mniejszościowych nie jako inwestorów, ale jako właścicieli-wspólników (*owners-partners*), a siebie jako współnika zarządzającego (*managing partner*). Stosując tę zasadę w spółkach giełdowych, *W. Buffett* w istocie wprowadził kulturę zarządzania właścicielskiego inspirowaną kulturą zarządzania i nadzoru w spółce zamkniętej. *Buffett* podkreśla w ten sposób, że akcjonariusze powierzając mu swoje oszczędności, stają się właścicielami części spółki. Nie są oni jedynie anonimowymi posiadaczami instrumentu finansowego (inwestorami) o nazwie akcja, których można ignorować, ponieważ w razie braku akceptacji dla sposobu prowadzenia spraw spółki lub jej wyników, mogą zastosować strategię głosowania nogami – w każdej chwili wyjść ze spółki, sprzedając akcje. *W. Buffett* zwraca uwagę, że będąc właścicielem zarządzającym spółką, ma nie tylko prawny, ale przede wszystkim moralny obowiązek działania na rzecz wszystkich akcjonariuszy spółki oraz w ich wspólnym interesie. Podejście takie ma gwarantować, że wyłącznym celem współnika zarządzającego i menedżerów spółki jest działanie na rzecz zwiększenia wartości akcji spółki dla akcjonariuszy, którzy są partnerami w biznesie. Taki efekt mają zapewniać sprawne mechanizmy nadzoru właścicielskiego. Fenomen *W. Buffetta* polega m.in. na tym, że swoimi spostrzeżeniami dotyczącymi *corporate governance* dzieli się dobrowolnie (bez nakazu prawnego) w pisanych od 1977 r. corocznych listach do akcio-

²² G. Kirkpatrick, The Corporate Governance Lessons, <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf> (dostęp: 25.10.2020 r.).

nariuszy Berkshire Hathaway²³. Listy te są szczególnie atrakcyjnym materiałem badawczym dla poszukujących natury *corporate governance* oraz efektywności mechanizmów *corporate governance* u samych źródeł, czyli w praktyce funkcjonowania jednego z największych inwestorów na świecie cieszących się nieposzlakowaną reputacją.

Celem niniejszej pracy nie jest wyczerpanie całości wyjątkowo bogatej problematyki związanej z *corporate governance*, ale spojrzenie na strategię regulacyjną oraz efektywność mechanizmów oczami jednego z najbardziej rozpoznawalnych i szanowanych przedsiębiorców na świecie, uznawanego za legendarnego inwestora.

²³ Współautorem listów jest C.T. Munger pełniący w Berkshire Hathaway funkcję wiceprezesa rady dyrektorów, będący jednym z akcjonariuszy dominujących spółki.

Rozdział 1. Czym jest *corporate governance*?

§ 1. Znaczenie pojęcia *corporate governance*

Zdefiniowanie terminu *corporate governance* jest utrudnione przez wielość perspektyw, z których można spojrzeć na to zagadnienie. Spośród wielu dostępnych definicji za reprezentatywne można uznać dwie, które wskazują, że *corporate governance* jest narzędziem służącym zwiększeniu wartości dla akcjonariuszy.

Wedle popularnej definicji amerykańskich ekonomistów A. Shleifera oraz R.W. Vishnyego „*corporate governance* traktuje o sposobach, dzięki którym dostawcy kapitału dla spółek zapewniają sobie zwrot ze swojej inwestycji”¹. W polskiej literaturze z kolei wyjaśnia się, że „*corporate governance* stanowi system obejmujący różne instytucje prawne i ekonomiczne (w tym formalne i nieformalne reguły działania), którego istotą jest zapewnienie zgodności i równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów (stakeholders) zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji w sposób gwarantujący wzrost wartości spółki i jej rozwój”².

Jednym z tłumaczeń pojęcia *corporate governance* na język polski jest termin „ład korporacyjny”. Tłumaczenie to zostało przyjęte do języka prawnego, czego wyraz stanowią wydane przez Giełdę Papierów Wartościowych „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”, zdefiniowane jako zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz wydane przez KNF w 2014 r. „Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych”³.

Doślowne tłumaczenia zwrotu *corporate governance* na język polski nie oddają wielowymiarowości tego pojęcia. Rozpowszechnione terminy „ład korpo-

¹ „*Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.*” A. Shleifer, R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, s. 737; zob. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego*, s. 3.

² K. Zalega, *Systemy corporate governance*, s. 9.

³ C. Mesjasz, *Ład (nadzór) korporacyjny*, s. 15–16.

racyjny” czy „nadзор korporacyjny” w istocie niewiele wyjaśniają. Na potrzeby niniejszej pracy przyjęto **nadзор właścicielski** jako tłumaczenie *corporate governance*. Zwrot „nadзор właścicielski” podkreśla istotę *corporate governance*, która polega na nieustannym poszukiwaniu w spółce rzeczywistego i aktywnego właściciela oraz podkreśla rolę wewnętrznych mechanizmów nadzoru właścicielskiego, którymi są kontrola sprawowana przez radę nadzorczą, w tym z udziałem jej komitetów, audyty zewnętrzny i wewnętrzny, podział funkcji między organami spółki oraz systemy wynagrodzeń zarządzających. Zwrot „nadзор właścicielski” pozwala także, jak się wydaje, lepiej zrozumieć znaczenie dla *corporate governance* struktury akcjonariatu (własności) w spółce oraz struktury jej zadłużenia. Należy mieć na uwadze, że wpływ na *corporate governance* mają także zewnętrzne mechanizmy, takie jak: uwarunkowania polityczne, regulacje prawne, działania grup interesów, rynek finansowy oraz rynek talentów menedżerskich, jednak nie są one tak znaczące jak mechanizmy wewnętrzne⁴.

§ 2. Spółka otwarta jako przedmiot *corporate governance*

Rozważania dotyczące *corporate governance* skupiają się na spółce otwartej, której modelowym przykładem jest publiczna spółka akcyjna (akcje spółki publicznej dopuszczone są do obrotu na rynku zorganizowanym). W spółkach publicznych nieprawidłowości w nadzorze nad działalnością członków zarządu są nie tylko problemem wewnętrznym spółki, dotyczącym ochrony akcjonariuszy przed nieuczciwością zarządzających. Wywierają one także wpływ na zaufanie do całego rynku kapitałowego, a w konsekwencji na efektywność giełdy papierów wartościowych i oferty publicznej akcji (a także innych instrumentów finansowych) jako źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę oraz sposobu na dywersyfikację ryzyka modelu biznesowego spółki ponoszonego przez jej głównego akcjonariusza-właściciela. Rozważania zawarte w niniejszej pracy – ze względu na postawioną tezę i jej ograniczone rozmiary jako pracy magisterskiej – są zawężone do publicznej spółki akcyjnej, niebędącej instytucją finansową podlegającą zaostrzonemu nadzorowi ze względu na przedmiot działalności. Na potrzeby niniejszej pracy wystarczy zasygnalizować, że wiele dodatkowych uwarunkowań ujawnia się w przypadku takich instytucji finansowych jak: banki, ubezpieczyciele, towarzystwa funduszy inwestycyjnych i towarzystwa fun-

⁴ *Ibidem*, s. 25.

duszy emerytalnych w związku z zarządzanymi funduszami inwestycyjnymi otwartymi i zamkniętymi.

Wśród krajów, które wywarły największy wpływ na rozwój spółki otwartej trafnie wskazuje się Stany Zjednoczone Ameryki Północnej, choć analiza rozwoju historycznego tej instytucji uzasadnia wniosek, że duże zasługi w tworzeniu jej fundamentów mają angielskie prawo spółek, australijskie prawo spółek, niemieckie prawo spółek, włoskie prawo spółek, a także francuskie prawo spółek. Przedmiotem niniejszej pracy nie jest analiza ewolucji historycznej spółki akcyjnej, ale warto podkreślić, że fundamentów dla rozwoju koncepcji spółki otwartej w Stanach Zjednoczonych należy poszukiwać w Europie, w ścisłym związku z wyprawami geograficznymi, a także rozwojem stanu kupieckiego i bankowości. Stany Zjednoczone wywarły natomiast niewątpliwie znaczący wpływ na rozwój idei *corporate governance* w związku z rozproszeniem akcjonariatu spółek otwartych.

Najintensywniejszy rozwój spółki otwartej miał miejsce w Stanach Zjednoczonych, w latach 30. XX w., kiedy wzrastała potrzeba uzyskania finansowania z rynku przez spółkę. Potrzeby finansowe spółek wzrastały wraz z rozwojem technologicznym gospodarki. W szczególności rozwinęły się metody masowej produkcji, co dało początek wielkim przemysłowym korporacjom. Korporacje przemysłowe wymagały dużego zaangażowania kapitałowego, które wykraczało poza możliwości pojedynczych osób lub przedsiębiorstw rodzinnych. Dodatkowo, nawet najzamożniejsi inwestorzy dążyli do dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego, aby ograniczyć ryzyko związane z zaangażowaniem finansowym w jedną inwestycję. W konsekwencji mali inwestorzy zaczęli kumulować zasoby, sprzedając akcje spółki masowej ilości anonimowych inwestorów, przez co akcjonariat stawał się coraz bardziej rozproszony. Dzięki zaangażowaniu kapitałowemu wielu drobnych podmiotów, możliwe stało się zgromadzenie znacznych środków finansowych na dalszy rozwój spółek akcyjnych, co jednocześnie pozwoliło na rozłożenie ryzyka inwestycyjnego między wielu partnerów⁵.

Cechą spółki otwartej jest masowy, anonimowy i rozproszony akcjonariat oraz swoboda w zbywaniu akcji. Za spółkę otwartą można uznać także spółkę akcyjną z masowym, anonimowym akcjonariatem, w której istnieje akcjonariusz dominujący⁶. Rozdrobnieni akcjonariusze są anonimowymi dostawcami kapitału, niepowiązanymi osobiście ze spółką. W przypadku masowego i w związku z tym anonimowego dawcy kapitału na plan pierwszy wyłania się funkcja kapitału, którym obraca się w spółce, a nie osoby, od której ten kapi-

⁵ A. Słomka-Gołębiowska, *Oddzielenie własności od kontroli*, s. 131.

⁶ Taka spółka posiada cechy spółki otwartej (w relacji z rozdrobnionymi akcjonariuszami) oraz spółki zamkniętej (w relacji z akcjonariuszem dominującym).

tał pochodzi. W związku z masowością podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, to właśnie w spółce otwartej dochodzi do najbardziej dostrzegalnych konfliktów występujących między tymi podmiotami⁷. W zależności od stopnia koncentracji akcjonariatu, w spółce otwartej wyróżnia się horyzontalny lub wertykalny konflikt agencji, który zostanie szczegółowo opisany w dalszej części pracy.

Przeciwieństwem spółki otwartej jest spółka zamknięta, charakteryzująca się ograniczeniami w zbywalności akcji, brakiem rozproszenia i anonimowości oraz ograniczoną liczbą akcjonariuszy⁸.

Polski ustawodawca regulując działalność spółek kapitałowych, stara się uchwycić moment, w którym spółka zamknięta przekształca się w spółkę otwartą i konieczne jest wdrożenie mechanizmów *corporate governance*. Tytułem przykładu, w spółce akcyjnej, która ze swojej natury jest przeznaczona do prowadzenia działalności z masowym akcjonariatem ustanowienie rady nadzorczej jest obligatoryjne. W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością rada nadzorcza (lub komisja rewizyjna) jest organem fakultatywnym, a instrumenty nadzoru nad prowadzeniem spraw spółki przez zarząd są powierzone bezpośrednio jej wspólnikom, zgodnie z art. 212 § 1 KSH.

Obowiązek ustanowienia rady nadzorczej lub komisji rewizyjnej w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością stosownie do art. 213 § 2 KSH pojawia się w sytuacji, gdy kapitał zakładowy spółki z o.o. przewyższa 500.000 PLN, a liczba wspólników przekracza 25. Zdaniem ustawodawcy osobiste sprawowanie kontroli przez ponad 25 wspólników w spółce o znacznej skali działalności przestanie być efektywne. Przyjęte kryteria budzą wątpliwości, ponieważ wysokość kapitału zakładowego nie jest miarodajnym wyznacznikiem rozmiaru prowadzonej działalności. Ponadto, obowiązek kumulatywnego spełnienia przesłanek implikuje pogląd, że sama liczba wspólników nie wpływa na skuteczność nadzoru, a to właśnie masowość jest kluczowym czynnikiem wpływającym na nieefektywność bezpośredniego nadzoru właścicielskiego sprawowanego przez właścicieli spółki.

W zależności od struktury akcjonariatu, w spółkach otwartych można wyróżnić dwie kategorie akcjonariuszy:

- 1) akcjonariusz-właściciel, traktujący akcję jako prawo udziałowe we własności. Posiadana przez niego liczba akcji powoduje, że ponoszenie kosztów związanych z kontrolą menedżerów jest opłacalne, dlatego chce aktywnie uczest-

⁷ K. Oplustil, Instrumenty nadzoru korporacyjnego, s. 12–13.

⁸ *Ibidem*, s. 12–13. Dokonując podziału spółek można wyróżnić także spółkę półotwartą, łączącą w sobie zarówno cechy spółki zamkniętej, jak i otwartej, jednak na potrzeby niniejszej pracy ograniczę podział do spółek otwartych i zamkniętych.

niczyć w zarządzaniu oraz nadzorze nad spółką. Jest to akcjonariusz, który kupuje akcje spółki po to, aby w niej zostać, dlatego przyjmuje długoterminową strategię inwestycyjną i tego samego oczekuje od członków organów spółki. Posiadana przez niego liczba akcji powoduje, że ma znaczny wpływ na wyznaczanie interesu spółki. Akcjonariusz-właściciel jest zarazem akcjonariuszem dominującym i występuje w spółce otwartej, w której akcjonariat nie jest modelowo rozproszony;

- 2) akcjonariusz-inwestor występujący zarówno w spółkach otwartych o skoncentrowanym, jak i rozproszonym akcjonariacie. Inwestor taki przyjmuje strategię inwestycyjną, która zakłada wyjście z inwestycji wraz z zyskiem, względnie opcję zamknięcia straty poniesionej na zainwestowanym kapitale w czasie, który uzna za optymalny. W konsekwencji inwestor traktuje akcję jako instrument finansowy (inwestuje nie po to, aby wyjść w razie niepowodzenia, ale po to, aby uzyskać zysk na zainwestowanym kapitale i mieć opcję wycofania zainwestowanego kapitału wraz z zyskiem, względnie opcję zamknięcia straty poniesionej na zainwestowanym kapitale zgodnie ze swoją strategią i w czasie, który uzna za optymalny). Czas obecności (inwestycji) akcjonariusza-inwestora jest z natury ograniczony i determinowany strategią inwestycyjną, która w przypadku inwestorów instytucjonalnych wynosi zazwyczaj od 3 do 5 lat (dłuższe strategie inwestycyjne miewają fundusze emerytalne). Cechą akcjonariusza-inwestora jest zabezpieczanie ścieżki wyjścia z inwestycji, czyli jej zamknięcia w drodze zbycia akcji. Wśród akcjonariuszy-inwestorów można dodatkowo wyróżnić akcjonariusza-spekulanta. Cechuje go strategia gry na wyżkę lub obniżkę ceny akcji jako instrumentu finansowego wycenianego na giełdzie papierów wartościowych. Akcjonariuszy-inwestorów (w tym akcjonariuszy-spekulantów oraz inwestorów instytucjonalnych) cechuje brak więzi emocjonalnej ze spółką oraz pasywna postawa (tzw. racjonalna apatia)⁹.

Wraz z rozwojem rynku kapitałowego kluczową rolę wśród akcjonariuszy zaczęli odgrywać inwestorzy instytucjonalni, których można zaklasyfikować do akcjonariuszy-inwestorów. Z analizy przeprowadzonej przez GPW wynika, że w 2018 r. ich udział w obrotach na Głównym Rynku akcji wyniósł 29%. Dla porównania, inwestorzy indywidualni wygenerowali 12% obrotów, natomiast pozostałe 59% należało do inwestorów zagranicznych¹⁰. Pojęcie inwestora instytucjonalnego nie zostało ustawowo zdefiniowane, dlatego na obecny moment dokonując klasyfikacji inwestorów, należy opierać się na odniesieniach do in-

⁹ W literaturze w ramach akcjonariuszy dokonuje się dalszych podziałów, ale na potrzeby niniejszych rozważań wystarczające jest dokonanie podziału na akcjonariuszy-właścicieli oraz akcjonariuszy-inwestorów.

¹⁰ Analiza GPW, https://www.gpw.pl/pub/GPW/analizy/Udzial_inwestorow_2018.pdf (dostęp: 25.10.2020 r.).

westora instytucjonalnego znajdujących się w definicji klienta profesjonalnego w art. 3 pkt 39b ustawy z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹¹ i art. 2 pkt 13a z 27.5.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹² oraz definicjach sformułowanych przez doktrynę. Jedną z definicji doktrynalnych stanowi, że są to: „instytucje finansowe (bez względu na formę prawną, w jakiej występują w obrocie gospodarczym), których podstawowym przedmiotem działalności gospodarczej pozostaje inwestowanie bądź zarządzanie należącymi do nich lub też powierzonymi im środkami finansowymi”¹³. W związku z tym, za inwestorów instytucjonalnych uznać można np. fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. Z uwagi na ujęcie definicji inwestora instytucjonalnego w art. 1 pkt 2 lit. b Dyrektywy 2017/828, wkrótce do polskiego porządku prawnego powinna zostać wprowadzona definicja zbieżna z wprowadzoną przez prawodawcę unijnego¹⁴.

Na podstawie kryteriów takich jak źródło finansowania spółek publicznych, struktura własności spółek publicznych oraz ukształtowanie organów spółki publicznej, wśród systemów *corporate governance* można wyróżnić system otwarty (system kontroli zewnętrznej) oraz system zamknięty (system kontroli wewnętrznej)¹⁵. System otwarty, występujący głównie w krajach anglosaskich, charakteryzuje się występowaniem na rynku spółek giełdowych, które pozyskują kapitał w drodze przeprowadzanych ofert publicznych akcji, przez co ich akcjonariat jest rozproszony¹⁶. W sytuacji szerokiego rozproszenia akcjonariatu dochodzi do asymetrii informacyjnej pomiędzy członkami zarządu a akcjonariuszami oraz do wystąpienia ryzyk związanych z racjonalną apatią akcjonariuszy. W konsekwencji w systemie otwartym mechanizmy *corporate governance* mają zapobiec przede wszystkim konfliktom występującym na linii akcjonariusz

¹¹ Ustawa z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 89 ze zm.).

¹² Ustawa z 27.5.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 95 ze zm.).

¹³ M. Michalski, w: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych*, s. 4.

¹⁴ Zgodnie z art. 1 pkt 2 lit. b Dyrektywy 2017/828, inwestor instytucjonalny oznacza: przedsiębiorstwo, które prowadzi działalność w zakresie ubezpieczeń na życie w rozumieniu art. 2 ust. 3 lit. a), b) i c) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE oraz w zakresie reasekuracji w rozumieniu art. 13 pkt 7 tej dyrektywy, pod warunkiem że działalność ta obejmuje zobowiązania dotyczące ubezpieczeń na życie, a przedsiębiorstwo to nie jest wykluczone na podstawie tej dyrektywy; instytucję pracowniczych programów emerytalnych objętą zakresem stosowania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2341 zgodnie z jej art. 2, chyba że państwo członkowskie podjęło decyzję o niestosowaniu tej dyrektywy w całości lub w części do takiej instytucji zgodnie z art. 5 tej dyrektywy. Termin na transpozycję dyrektywy mija 10.6.2019 r.

¹⁵ M. Romanowski, *Wpływ najnowszych europejskich reform corporate governance na kształtowanie modeli zarządzania spółką akcyjną*, s. 206–217.

¹⁶ *Ibidem*, s. 207.

– menedżer (wertykalny konflikt agencji) i traktowaniu akcjonariuszy jak posiadaczy instrumentów finansowych, a nie jak właścicieli.

System zamknięty charakteryzuje się silnie skoncentrowaną strukturą akcjonariatu (z jednym lub kilkoma akcjonariuszami większościowymi) oraz finansowaniem działalności spółek długiem, przez co akcjonariusze większościowi dążą do utrzymania kontroli nad spółką. System zamknięty występuje m.in. na polskim rynku kapitałowym, cechującym się skoncentrowaną strukturą akcjonariatu, choć nie oznacza to, że nie występują na nim spółki o szeroko rozproszonym akcjonariacie. Małe rozproszenie sprawia, że na pierwszy plan wysuwa się konflikt mogący zaistnieć między akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszami mniejszościowymi (horyzontalny konflikt agencji), dlatego należy dążyć do ochrony praw mniejszości. Na drugi plan schodzi problem związany z wertykalnym konfliktem agencji, ponieważ akcjonariusz większościowy sprawuje ścisły nadzór nad działalnością członków zarządu¹⁷. W efekcie, prowadząc rozważania dotyczące *corporate governance*, które mogą mieć zastosowanie do polskich spółek akcyjnych, należy mieć na uwadze, że wprowadzane mechanizmy powinny chronić zarówno przed wertykalnym, jak i horyzontalnym konfliktem agencji.

¹⁷ *Ibidem*, s. 207.

Rozdział 2. Oddzielenie własności od zarządzania

§ 1. Systemy zarządzania spółką

W każdej spółce potrzebny jest system zarządzania, który zapewni efektywne podejmowanie decyzji. *K. Arrow* zidentyfikował dwa podstawowe sposoby na podejmowanie decyzji w organizacjach – konsensus oraz autorytet¹. Sposoby te różnią się w zależności od rodzaju spółki, w której mają być wdrożone. Konsensus wymaga, aby wszyscy członkowie organizacji reprezentowali zbieżne interesy oraz mieli zapewniony taki sam dostęp do informacji. W takich warunkach koszty podejmowania decyzji są niskie².

Podejmowanie decyzji na zasadzie konsensusu występuje w spółkach zamkniętych. Co do zasady zbieżne interesy wspólników, których liczba nie jest tak znaczna jak w modelowej spółce otwartej oraz zaangażowanie w prowadzenie spraw spółki niwelujące problem asymetrii informacyjnej powodują, że decyzje mogą być podejmowane osobiście przez wspólników. Takie rozwiązanie zostało przyjęte w polskich spółkach osobowych, które z pewnymi wyjątkami nie przewidują powołania organów zarządzających spółką³, a głos każdego ze wspólników ma jednakowe znaczenie.

Zgodnie z regulacjami modelowej spółki osobowej, jaką jest spółka jawna, na podstawie art. 29 § 1 KSH każdy wspólnik ma prawo reprezentować spółkę, natomiast art. 39 § 1 KSH przewiduje, że każdy wspólnik ma prawo i obowiązek prowadzenia spraw spółki. W przypadku czynności zwykłego zarządu, wspólnik ma prawo działać samodzielnie. Gdy czynność przekracza zwykły zarząd, do jej

¹ *K. Arrow*, *The Limits of Organization*, s. 63–79.

² *S.M. Bainbridge*, *The New Corporate Governance*, s. 37.

³ W KSH została przewidziana możliwość powołania zarządu w spółce partnerskiej (art. 97 KSH), natomiast w spółce komandytowo-akcyjnej organem obligatoryjnym jest walne zgromadzenie (art. 130 pkt 8 KSH), a w zależności od ilości akcjonariuszy ustanowienie rady nadzorczej jest obowiązkowe lub fakultatywne (art. 142 § 1 KSH).

dokonania niezbędna jest jednomyślna uchwała wspólników, czyli osiągnięcie konsensusu.

W spółkach kapitałowych, które spełniają cechy spółki zamkniętej, wspólnicy mogą tak uregulować postanowienia umowy sp. z ograniczoną odpowiedzialnością lub statutu spółki akcyjnej, że decyzje również będą podejmowane na zasadzie konsensusu (poprzez ukształtowanie wymogów dotyczących quorum lub większości niezbędnej do podjęcia uchwały)⁴.

W przypadku spółek otwartych (charakteryzujących się m.in. masowym akcjonariatem) interesy wielu akcjonariuszy konkurują ze sobą. Przepływ informacji między takimi akcjonariuszami jest utrudniony, co może prowadzić do istotnej asymetrii informacyjnej. W takich warunkach bezpośrednie podejmowanie decyzji przez akcjonariuszy na zasadzie konsensusu jest niemożliwe, a w konsekwencji niemożliwe stałoby się również prowadzenie spraw spółki i jej działalności. Rozwiązaniem problemu jest wprowadzenie mechanizmów, pozwalających na decydowanie o sprawach spółki na zasadzie **autorytetu profesjonalnego**. Akcjonariusze powołują organy, zdając się na autorytet profesjonalny osób, które w nich zasiadają⁵. Organem odpowiedzialnym za podejmowanie decyzji w spółkach otwartych jest organ zarządczy, którego członkowie uprawnieni są do delegowania zadań na pracowników spółki w celu wdrożenia w życie podjętych decyzji. W ten sposób akcjonariusze powierzają menedżerom (członkom zarządu lub dyrektorom wykonawczym) obowiązek podejmowania decyzji, podczas gdy sami mogą pozostać bierni. Mechanizm ten prowadzi do oddzielenia własności od zarządzania, ponieważ menedżerowie nieposiadający zazwyczaj istotnego wkładu własnościowego w spółce mają wpływ na jej sprawy.

§ 2. Oddzielenie własności od zarządzania

W 1932 r. w Stanach Zjednoczonych ukazała się książka autorstwa A.A. Berle oraz G.C. Means, „The Modern Corporation and Private Property”, w której autorzy dokonali analizy struktury własnościowej największych amerykańskich korporacji. Jak już zostało wspomniane powyżej (rozdz. 1 § 2 niniejszej publikacji), w tym czasie miał miejsce najintensywniejszy rozwój spółek akcyjnych otwartych. W swojej publikacji autorzy wykazali, że zarówno struktura kapita-

⁴ W przypadku spółki akcyjnej może to jednak spowodować w niektórych przypadkach naruszenie zasady ścisłości statutu wynikającej z art. 304 § 3 i 4 KSH z powodu sprzeczności z naturą spółki akcyjnej, ponieważ taka sytuacja mogłaby doprowadzić do paraliżu decyzyjnego np. w drodze przyznania swoistego prawa weta w oderwaniu od ryzyka związanego z wielkością kapitału zaangażowanego w spółkę przez akcjonariusza.

⁵ S.M. Bainbridge, *The New Corporate Governance*, s. 3.

łowa spółek, jak i struktura prawa korporacyjnego wymusiły oddzielenie własności od zarządzania/kontroli (*separation of ownership and control*). Z przeprowadzonych badań wynikało, że w największych amerykańskich spółkach akcyjnych akcjonariusze z największą liczbą akcji nie posiadali więcej niż 1% kapitału spółki⁶. W odniesieniu do struktury prawa korporacyjnego autorzy wskazali, że zgodnie z konstrukcją spółek handlowych, to osoba prawna jest formalnym właścicielem majątku zgromadzonego w spółce, a nie akcjonariusz, mimo tego, że posiada on akcje spółki i wybiera zarządzających. Ponadto, akcjonariusze na podstawie przepisów prawa regulujących rolę organów w spółce mają ograniczoną możliwość ingerowania w jej sprawę⁷. W konsekwencji, przeprowadzone obserwacje doprowadziły do wniosku, że w spółkach dochodzi do zanikania funkcji właścicielskiej.

Wzrastająca liczba akcjonariuszy spowodowała, że ich osobiste zarządzanie spółką stało się nieefektywne, w szczególności biorąc pod uwagę koszty, z jakimi jest to związane. Rozwój spółki otwartej doprowadził do sytuacji, w której doszło do rozdzielenia funkcji zarządczej i nadzorczej, które wcześniej były nierozłączne. Akcjonariusze z właścicieli przekształcili się w inwestorów, a zarządzanie stało się specjalnością menedżerów⁸.

W polskim prawie, formalna możliwość oddzielenia własności od zarządzania została wprowadzona w art. 38 KC, zgodnie z którym osoba prawna działa przez swoje organy w sposób przewidziany w ustawie i w opartym na niej statucie. Organami spółki akcyjnej są zarząd, rada nadzorcza oraz walne zgromadzenie akcjonariuszy. Stosownie do art. 368 KSH organem odpowiedzialnym za prowadzenie praw spółki i reprezentację jest zarząd, a w jego skład nie muszą wchodzić akcjonariusze. Jedynym organem, w skład którego z natury, bez konieczności powołania, wchodzi akcjonariusze jest walne zgromadzenie. Walne zgromadzenie nie ma wpływu na bieżące zarządzanie spółką, ponieważ należy to do kompetencji zarządu, ale ma ono wpływ na rozwój strategiczny spółki⁹. W ten sposób, akcjonariusze pomimo bycia właścicielami spółki nie zarządzają nią, a jedynie decydują o określonym katalogu spraw, który jest z góry ustalony w ustawie lub statucie spółki. Wyłącznie odpowiedzialność za prowadzenie spraw spółki ponosi zarząd. W doktrynie podnosi się, że w celu ochrony członków zarządu przed ponoszeniem odpowiedzialności za prowadzenie spraw spółki, na które miały wpływ pozostałe organy, do KSH wprowadzono w 2004 r.

⁶ A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation*, s. 47.

⁷ *Ibidem*, s. 84–89.

⁸ M. Romanowski, P. Haiduk, *Oddziaływanie Komisji Nadzoru Finansowego na kwestie korporacyjne*, s. 150.

⁹ R. Czerniawski, *Walne zgromadzenie*, rozdz. I pkt III.