

Rady nadzorcze 2017

Trendy i kierunki zmian





Spis treści

Żyjemy w świecie niepewności	4
Dobre Praktyki, czyli 6 przykazań rynku kapitałowego	6
„Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016” kolejnym krokiem na drodze do standardów rozwiniętych rynków kapitałowych	10
Jak spółki raportują?	15
Jakich zasad spółki najczęściej nie przestrzegają?	18
Jakie zasady najczęściej nie dotyczą emitentów?	19
Jak wyglądają wyjaśnienia spółek?	21
Analiza poziomu zgodności dla poszczególnych rozdziałów dobrych praktyk	26
I. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami	27
II. Zarząd i Rada Nadzorcza	33
III. Systemy i funkcje wewnętrzne	39
IV. Walne zgromadzenia i relacje z akcjonariuszami	45
V. Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązanymi	51
VI. Wynagrodzenia	55
Porównanie kodeksów dobrych praktyk i poziomu stosowania zasad pomiędzy Polską, Wielką Brytanią i Niemcami	60
Rozdział II dobrych praktyk – wyzwania dla rad nadzorczych	68
Podsumowanie – koniec taryfy ulgowej	70
Na czym powinny skupić się spółki, inwestorzy i regulatorzy w kolejnych latach, aby podnieść poziom ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym?	72
Metodyka analizy	74
Spis zasad szczegółowych Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016	75



Profesor Witold Orłowski

Główny doradca ekonomiczny PwC

Żyjemy w świecie niepewności

Gospodarka światowa już niemal dekadę zmagą się ze skutkami wielkiego kryzysu finansowego, wywołanego przez ogromny wzrost zadłużenia rządów, firm i gospodarstw domowych w krajach Zachodu. Wzrost ten wynikał z fali szalonego optymizmu, który zapanował od czasu sukcesu neoliberalnych reform lat 1980-tych. Gospodarka szybko rosła, rozwijały się nowe rynki, kwitły giełdy. Kapitał był tani i łatwo dostępny, a globalny sektor finansowy robił wszystko, by optymistycznym klientom dostarczyć pożądany przez nich kredyt. I boom trwał, bo tani kredyt napędzał jeszcze silniej gospodarki Zachodu. Oczywiście do czasu, gdy z hukiem pękły kolejne bańki spekulacyjne na rynkach nieruchomości, akcji, czy też obligacji najłagodniejszych finansowo krajów strefy euro.

Od czasu wybuchu kryzysu normalność zniknęła. Rynki żyją w stanie permanentnej niepewności. Dłużnicy patrzą z niepokojem na wskaźniki decydujące o ich zdolności do obsługi zadłużenia, a posiadacze aktywów martwią się o swoje oszczędności. Firmy powstrzymują się z większymi inwestycjami, banki wolą przetrzymywać gotówkę niż udzielać kredytów. Politycy z wielu krajów otwarcie deklarują wolę prowadzenia polityki sprzecznej z zasadami wolnego rynku i otwartych rynków. A banki centralne prowadzą ryzykowną strategię swobodnego druku pieniądza, choć – jak dotąd – nie rozwiązuje ona żadnego problemu, a jedynie odkłada je w czasie. Co gorsza, na problemy gospodarcze i finansowe nakładają się problemy polityczne i społeczne, a w społeczeństwach krajów rozwiniętych rosną w siłę ruchy populistyczne.

Co to oznacza dla perspektyw światowego rynku kapitałowego?

No cóż, przede wszystkim należy sobie powiedzieć, że długotrwały stan powolnego wzrostu, niepokoju i nerwowości na rynkach nie jest czymś zupełnie nowym. Gospodarka światowa musi się czasem z takim stanem zmierzyć, często przez wiele lat szukając nowej, bezpiecznej ścieżki rozwoju. Paradoksalnie, kapitału na globalnym rynku obecnie wcale nie brakuje, a jego koszt nie jest wysoki, bo w końcu banki centralne robią wszystko, by zwiększyć płynność rynków finansowych. Jednak poczucie niepokoju powoduje, że znacznie trudniej podejmować decyzje inwestycyjne, a bezpieczne przystanie – choćby przynoszące zerowy dochód obligacje amerykańskie – bardziej pociągają inwestorów niż przedsięwzięcia wysoko dochodowe, lecz postrzegane jako ryzykowne. Często łatwiej więc dzisiaj zdobyć kapitał na krótkookresowe operacje spekulacyjne, niż na długookresowe inwestycje. Ale nie oznacza to wcale, że takich inwestycji nie da się w roku 2017 sfinansować, ani nie oznacza, że utrzymującego się ryzyka nie da się skutecznie kontrolować. Ponieważ nic nie wskazuje na to, by sytuacja na globalnych rynkach kapitałowych miała się szybko i radykalnie poprawić, rozwijającym się firmom pozostaje robić to, co w takiej sytuacji robić należy. Rozważnie przygotowywać strategię ekspansji, przekonująco uzasadniać plany pozyskania kapitału i umiejętnie kontrolować ryzyko.

Polska gospodarka jest częścią gospodarki światowej, a polskie firmy mogą pozyskiwać kapitał na globalnym

rynku. Ale oczywiście polska gospodarka ma też swoje własne specyficzne problemy, z którymi się musimy mierzyć.

Ambitne plany rozwoju gospodarki, a przede wszystkim stopniowej zmiany modelu rozwoju opartego na stosunkowo taniej pracy i imporcie kapitału oraz wiedzy, na rzecz modelu opartego silniej na krajowej przedsiębiorczości, ekspansji transgranicznej, innowacyjności i przesuwania się polskich firm w górę łańcucha wartości, wymaga odpowiedniego finansowania.

Dobrobytu kraju i wielkich firm krajowych nie da się zbudować na kredyt – warunkiem rozwoju jest zwiększenie skali kapitału dostępnego w kraju. Relacja oszczędności krajowych do Produktu Narodowego Brutto (miara zdolności narodu do sfinansowania inwestycji własnymi siłami) wynosi w Polsce poniżej 18% i jest najniższa wśród nowych członków Unii. Dlatego właśnie kapitał krajowy jest słaby, trudno jest zbudować wielkie firmy, a ogromną rolę w gospodarce odgrywa kapitał zagraniczny. Oznacza to konieczność wzrostu oszczędności – oczywiście kosztem konsumpcji. Skuteczne działania w tym zakresie na pewno nie będą popularne, ale są niezbędne. A ich głównym narzędziem powinno być przekonanie Polaków o konieczności dobrowolnego oszczędzania na emeryturę. Oczywiście pod warunkiem, że polityka gospodarcza zapewni pełne bezpieczeństwo owych oszczędności. Bo tam właśnie gromadzą się wielkie oszczędności we współczesnych, rozwiniętych społeczeństwach, zamieniając się w płynący na rynek strumień kapitału.

Co więc nas czeka na polskim rynku kapitałowym w nadchodzących latach?

Jeśli rząd chce skutecznie realizować swoją strategię gospodarczą, musi zadbać o dobre warunki do pozyskiwania przez firmy kapitału. Sukces tej polityki, a przede wszystkim skuteczniejsze zachęty do wzrostu oszczędności, powinny prowadzić do potaniaenia i większej dostępności kapitału krajowego. Dotyczyć to powinno zarówno giełdy, jak długookresowego kredytu dostarczanego przez banki. Warunkiem jest jednak poprawa klimatu biznesowego, rzeczywiste wsparcie dla rozwoju firm i skuteczny program zachęt do wzrostu stopy oszczędności. Niebagatelną rolę pełnić też musi w tym zakresie polityka NBP, bo tylko stabilny pieniądz zachęca do długookresowego oszczędzania i inwestowania.

Mówiąc o strategii długookresowej, trudno jednak abstrahować od bieżących perspektyw rozwojowych. W gospodarczej historii ostatnich 25 lat Polska miewała różne okresy. Lepsze i gorsze, szybszego i wolniejszego wzrostu, lepszego i gorszego wizerunku wśród światowych inwestorów. Były kilkuletnie okresy wzrostu PKB na poziomie 6–7% rocznie, były też okresy wzrostu znacznie wolniejszego, bo wynoszącego tylko 3–4% rocznie.

Obecnie Polska ma okres nieco słabszego rozwoju. Wzrost oscyluje koło 3%, inwestorzy patrzą na kraj z rezerwą, uważając że są w Europie Środkowo-Wschodniej inne dobre miejsca do budowy nowych fabryk i centrów rozwojowych. Na rynkach finansowych panuje spora niepewność,

agencje ratingowe przyglądają się z uwagą polskiemu budżetowi. Zdając sobie sprawę z kłopotów, nie należy jednak przesadzać z krytycznymi ocenami stanu gospodarki.

1 Po pierwsze, problemy z którymi spotyka się dziś polska gospodarka wiążą się głównie z niepewnością panującą na całym świecie, a nie z jakimiś szczególnie złymi informacjami z kraju. Polska gospodarka jest dziś tak silnie zintegrowana z gospodarką europejską i światową, że reaguje natychmiast na wszelkie pogorszenie globalnych nastrojów.

2 Po drugie, Polska ma wciąż ogromny potencjał do rozwoju. W ciągu minionych dwóch dekad była to najszybciej rozwijająca się gospodarka w Europie. Wzrost PKB na poziomie około 3%, którego oczekuje się w roku 2017 nie wygląda imponująco na tle osiągnięć z przeszłości, ale jak na warunki europejskie jest to wzrost całkiem solidny.

3 Po trzecie, Polska zachowuje silną pozycję konkurencyjną. Jako członek Unii Europejskiej ma pełny dostęp do całego europejskiego rynku, a jednocześnie oferuje inwestorom dobrze wyszkolonych pracowników zarabiających jedną czwartą tego, co w Niemczech. Stosunkowo słaby złoty tylko zwiększa tę konkurencyjną przewagę.

4 Po czwarte, Polska może konkurować nie tylko kosztem pracy, ale również jej jakością. Kraj intensywnie inwestuje w rozwój kapitału ludzkiego, starając się w pełni wykorzystać potencjał innowacyjności i przedsiębiorczości swoich obywateli. Rząd stara się lepiej wspierać rozwój

krajowych firm i współpracę biznesu z nieźle rozwiniętym sektorem nauki.

5 Po piątę, finanse Polski wyglądają dość solidnie. Kraj ma niewielki deficyt obrotów bieżących. Deficyt budżetowy, choć rosnący, mieści się w granicach dozwolonych przez Traktat z Maastricht, a poziom zadłużenia publicznego w relacji do PKB jest znacznie niższy, niż w większości krajów Europy. Mimo globalnych wahań, waluta jest stosunkowo stabilna.

6 Po szóste, warunki do inwestowania nie są złe. Choć wszyscy lubimy narzekać na biurokrację, w rankingu Banku Światowego określającego warunki do prowadzenia biznesu Polska znajduje się na 24 miejscu na świecie, zdecydowanie powyżej średniej dla Unii Europejskiej. Niemcy są w tym rankingu na miejscu 17, Czechy, Węgry i Słowacja daleko za Polską, Hiszpania na miejscu 32, Rosja na 40, Chiny na 78.

Słowem, z Polską wcale nie jest tak źle. Polityka może być oczywiście zawsze źródłem niepokojów, ale są to raczej niepokoje przejściowe. Polska dysponuje silnymi atutami rozwojowymi i ma przed sobą na dłuższą metę dobre perspektywy rozwoju. A na to głównie powinni patrzeć członkowie rad nadzorczych, myślący o długookresowym rozwoju firmy.



Krzysztof Szułdrzyński

Partner zarządzający działem audytu PwC,
Członek Komitetu Konsultacyjnego GPW ds. Ładu Korporacyjnego

Dobre Praktyki, czyli 6 przykazań rynku kapitałowego

Szanowni Państwo,

W imieniu Forum Rad Nadzorczych, już po raz szósty mam przyjemność przedstawić Państwu raport *Rady Nadzorcze 2017. Trendy i kierunki zmian*. Nasza analiza w tym roku, nieco inaczej niż w latach ubiegłych, będzie poświęcona w pełni tematowi dobrych praktyk spółek notowanych na GPW, zagadnieniu, które jest fundamentem ładu korporacyjnego i naturalnym katalizatorem działania rad nadzorczych w Polsce.

Minął pierwszy rok stosowania Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016 (w skrócie określanymi także jako Dobre Praktyki 2016 lub DPSN 2016), nowego zaktualizowanego zbioru, który dziś liczy sześć głównych rozdziałów. Mimo, iż nie upłynął jeszcze ostateczny termin publikacji raportu rocznego, w którym po raz pierwszy emitenci odnoszą się będą do nowego zbioru Dobrych Praktyk, to dobry czas na dokonanie pierwszej analizy podejścia spółek do nowych wymogów i deklarowanego poziomu zgodności. Pierwszy „kodeks dobrych praktyk” powstał w Polsce w 2002 roku, ale do tej pory jeszcze nie przygotowano kompleksowej analizy poziomu ich spełniania przez spółki. Tegoroczny przegląd raportowania emitentów w tym zakresie pokazał, że cały czas jesteśmy jeszcze młodym rynkiem finansowym i pomimo 15 letniej historii ładu korporacyjnego mamy spore problemy z powszechnym zrozumieniem koncepcji, celu i roli dobrych praktyk.

O jakiej koncepcji, celu i roli mowa?

Najważniejszym elementem koncepcji jest zasada „stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz”. Dobre praktyki to kodeks, który stanowi ramy i wartości przez lata wypracowywane przez uczestników rynków kapitałowych w krajach rozwiniętych, transponowane na nasz młody grunt. Ich celem jest zbudowanie zaufania między inwestorami i spółkami, a rolą uregulowanie tych relacji oraz nakreślenie zasad działania podstawowych obszarów w spółkach. Dzisiejszy zbiór dobrych praktyk 2016 liczy 6 rozdziałów, 20 rekomendacji i 70 zasad szczegółowych dla polskiego rynku kapitałowego.

Dobre praktyki nie stanowią zbioru 70 przykazań, których spółki muszą bezwzględnie przestrzegać. Od lat przyjęty model funkcjonowania dobrych praktyk w Polsce to zasada stosuj lub wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz. Dlaczego uważasz, że niestosowanie danej zasady nie będzie miało negatywnych implikacji dla spółki i inwestorów, ewentualnie jak zapewniasz, że cel danej zasady osiągnąć jest w inny sposób, bardziej dostosowany do sytuacji spółki. Z doświadczeń rynków dojrzałych wynika, że jakość wyjaśnień przedstawianych w odniesieniu do zasad szczegółowych, których spółka nie stosuje, jest ważniejsza niż poziom zgodności z dobrymi praktykami. A to dlatego, że nadrzędne znaczenie ma cel danej zasady, a nie jej literalne brzmienie.

O ile, tak jak napisałem wcześniej, zasady szczegółowe nie stanowią listy przykazań, które należy bezwzględnie wypełniać, o tyle pokusiłbym się o tezę, że cele dobrych praktyk przedstawione na początku każdego rozdziału, stanowią sześć takich przykazań:

6 przykazań polskiego rynku kapitałowego

1. Spółka giełdowa dba o należyłą komunikację z inwestorami i analitykami, prowadząc przejrzystą i skuteczną politykę informacyjną. W tym celu zapewnia łatwy i niedyskryminujący nikogo dostęp do ujawnianych informacji, korzystając z różnorodnych narzędzi komunikacji.
2. Spółką giełdową kieruje zarząd, jego członkowie działają w interesie spółki i ponoszą odpowiedzialność za jej działalność. Do zarządu należy w szczególności przywództwo w spółce, zaangażowanie w wyznaczanie jej celów strategicznych i ich realizacja oraz zapewnienie spółce efektywności i bezpieczeństwa. Spółka jest nadzorowana przez skuteczną i kompetentną radę nadzorczą. Członkowie rady nadzorczej działają w interesie spółki i kierują się w swoim postępowaniu niezależnością własnych opinii i osądów. Rada nadzorcza w szczególności opiniuje strategię spółki i weryfikuje pracę zarządu w zakresie osiągania ustalonych celów strategicznych oraz monitoruje wyniki osiągane przez spółkę.
3. Spółka giełdowa utrzymuje skuteczne systemy: kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem oraz nadzoru zgodności działalności z prawem (*compliance*), a także skuteczną funkcję audytu wewnętrznego, odpowiednie do wielkości spółki i rodzaju oraz skali prowadzonej działalności.
4. Zarząd spółki giełdowej i jej rada nadzorcza powinny zachęcać akcjonariuszy do zaangażowania się w sprawy spółki, wyrażającego się przede wszystkim aktywnym udziałem w walnym zgromadzeniu. Walne zgromadzenie powinno obradować z poszanowaniem praw akcjonariuszy i dążyć do tego, by podejmowane uchwały nie naruszały uzasadnionych interesów poszczególnych grup akcjonariuszy. Akcjonariusze biorący udział w walnym zgromadzeniu wykonują swoje uprawnienia w sposób nienaruszający dobrych obyczajów.
5. Spółka powinna posiadać przejrzyste procedury zapobiegania konfliktom interesów i zawieraniu transakcji z podmiotami powiązanymi w warunkach możliwości wystąpienia konfliktu interesów. Procedury powinny przewidywać sposoby identyfikacji takich sytuacji, ich ujawniania oraz zarządzania nimi.
6. Spółka posiada politykę wynagrodzeń co najmniej dla członków organów spółki i kluczowych menedżerów. Polityka wynagrodzeń określa w szczególności formę, strukturę i sposób ustalania wynagrodzeń członków organów spółki i jej kluczowych menedżerów.

Myślę, że wśród uczestników rynku panuje powszechna zgoda, że spółki, które chcą mieć status spółki publicznej i korzystać z pieniędzy akcjonariuszy powierzanych im na rynku kapitałowym, muszą te sześć przykazań bezwzględnie stosować. Pewnie trudno będzie znaleźć uczestnika rynku, który nie zgodzi się, że spółka powinna dbać o należyłą komunikację z inwestorami, mieć skuteczny zarząd i radę nadzorczą, czy posiadać przejrzyste procedury zapobiegania konfliktom interesów. Niestety, jak zwykle, diabeł tkwi w szczegółach, czyli w tym jak spółki powinny tych „przykazań” przestrzegać.

I tutaj wracamy do wspomnianego wcześniej mechanizmu stosuj lub wyjaśnij inwestorom, dlaczego nie stosujesz. Jak już pisałem, należy pamiętać, że nadrzędny jest cel danej zasady, a nie jej literalne brzmienie. Więc jeśli nie stosujesz, to napisz takie wyjaśnienie, które zapewni inwestorom jasny obraz Twojego podejścia do realizacji dobrych praktyk. Zasady kodeksu są rodzajem pewnej umowy spółki z inwestorami. Posługując się analogią z rynku finansowego, jeśli spółka pozyskuje finansowanie w banku, to kredyt obwarowany jest szeregiem kowenantów, których złamanie skutkuje automatyczną możliwością wypowiedzenia kredytu przez bank. Analogicznie inwestorzy, którzy dostarczają kapitał spółkom giełdowym, mają prawo oczekiwać od spółek informacji na temat realizacji przez nie „kowenantów” zdefiniowanych w dobrych praktykach. Bieżący dostęp do informacji na temat poziomu zgodności i wyjaśnień emitenta dawałby inwestorom możliwość oceny zasadności dalszego inwestowania, bądź nie, w dany podmiot.

Jak emitenci wywiązują się dziś z umowy?

Z naszego badania wynika, że nie wszystkie spółki podchodzą do obowiązków informacyjnych w zakresie stosowania zasad ładu korporacyjnego z należytą starannością. Kilkadziesiąt giełdowych spółek „zapomniało” opublikować informację w systemie GPW przeznaczonym do raportowania o niestosowaniu dobrych praktyk (EBI), choć istnieją podstawy by przypuszczać, że powinny taki komunikat przekazać. Wśród spółek, które podzieliły się swoim raportem w formie formularza w tym systemie lub zadeklarowały pełną zgodność na swojej stronie internetowej, poziom zgodności wynosi 86%, co oznacza, że spółki te nie przestrzegają 10 z 70 zasad szczegółowych. Trzeba jednak zaznaczyć, że jakość publikowanych wyjaśnień pozostawia wiele do życzenia i często nie realizuje celu, jakim jest rzetelna informacja na temat powodów, okoliczności i skutków nieprzestrzegania danej zasady. Mamy również na rynku spółki, które deklarują pełną zgodność z dobrymi praktykami. Aktualnie na warszawskim parkiecie jest ich 19 – czyli zaledwie 4%.

Powyższe pokazuje, że z jednej strony istnieje jeszcze na naszym rynku brak zrozumienia celu i wymagań raportowania dobrych praktyk, z drugiej strony zaś wiele spółek wydaje się ignorować prawa akcjonariuszy do rzetelnej informacji w zakresie ich stosowania.

Wyjaśniam, że nie wyjaśniam

Bardzo istotne jest rzetelne podejście z jednej strony do oceny stosowania zasad, a z drugiej do przedstawienia uczestnikom rynku wyjaśnień o niestosowaniu poszczególnych zasad szczegółowych. Trzeba przyznać, że z tym dzisiaj spółki mają spory problem. Widać, że wiele wyjaśnień jest wprost kopiowanych np. z raportów innych spółek lub słabo merytorycznie uzasadnia niestosowanie zasady, co może świadczyć o braku jej zrozumienia. Często wyjaśnienia nie zawierają kluczowych informacji, takich jak: powody niestosowania, inne metody

realizacji celów zasady czy też sposób usunięcia skutków niestosowania zasady. Czasem komentarz ogranicza się do wyjaśnienia „nie przestrzegam, bo nie przestrzegam”. Trudno liczyć na to, że jakość wyjaśnień ulegnie poprawie, jeśli ich adresaci, czyli przede wszystkim inwestorzy, nie zechcą ich analizować i zadawać pytań spółkom w tym zakresie.

Chwalmy najlepszych, zawstydzajmy najgorszych

Spółki nie muszą być zgodne z zasadami dobrych praktyk. Ich obowiązkiem jednak jest poinformowanie uczestników rynku, jeśli jakaś zasada nie jest stosowana i wyjaśnić, dlaczego tak jest. Stanem, do którego powinniśmy dążyć na rynku, jest sytuacja, w której spółki stosują wszystkie zasady, a jeśli nie, to mają ku temu solidne powody, zawarte w merytorycznie wyczerpujących wyjaśnieniach. Dlatego na pewno popularyzacji dobrych praktyk sprzyjałby ranking spółek pokazujący, które są na szczycie, a które na końcu tabeli, jeśli chodzi o deklarowaną zgodność z dobrymi praktykami oraz jakie zasady nie są przestrzegane przez poszczególne spółki i jakie wyjaśnienia stoją za nieprzestrzeganiem. Jeżeli inwestorzy mają brać pod uwagę w swoich decyzjach stopień przestrzegania dobrych praktyk przez spółkę i to, jak wygląda pozycja danego emitenta w tym zakresie na tle całej giełdy, swojego indeksu czy branży, to takie analizy są rynkowi potrzebne. Dlatego, w ramach Forum Rad Nadzorczych, będziemy kontynuować popularyzację Dobrych Praktyk, także poprzez zamieszczanie na stronie internetowej forumradnadzorczych.pl okresowych analiz dotyczących poziomu zgodności raportowanego przez spółki notowane na GPW.

Realia a rzeczywistość, czyli wiarygodność raportowanych informacji

Wreszcie najtrudniejszy element, którego nie sposób pominąć. Analizując raporty opublikowane przez spółki musimy pamiętać, że opieramy się

tylko i wyłącznie na ich deklaracjach. Często pojawiają się głosy, że może istnieć rozdzźwięk pomiędzy tym, co spółki raportują w zakresie dobrych praktyk, a tym, co rzeczywiście stosują. Patrząc na dojrzałe rynki warto się zastanowić, czy wprowadzenie jakiejś formy okresowej weryfikacji raportowania w zakresie dobrych praktyk zlecanej przez regulatora, podobnie jak w Wielkiej Brytanii, nie byłoby uzasadnione. Trzeba jednak podkreślić, że oprócz regulatora, kluczową rolę odgrywają tam akcjonariusze rozliczający spółki nie tylko z osiągniętych wyników, ale także z przestrzegania dobrych praktyk.

Jaką wartość wnoszą dobre praktyki?

W wypowiedziach akcjonariuszy zarówno indywidualnych jak i instytucjonalnych dominuje pozytywna ocena dobrych praktyk i wartości, jaką dostarczają akcjonariuszom. Główny problem, jaki zgłaszają, wiąże się z brakiem łatwego dostępu do danych w tym zakresie i trudność w ich weryfikacji. Perspektywa spółek jest często mniej optymistyczna, koncentruje się na wysokich kosztach zapewnienia zgodności w pewnych obszarach (rekordzistą jest tutaj umożliwienie akcjonariuszom uczestnictwa online w walnym zgromadzeniu). Spółki często nie dostrzegają wartości biznesowej we wdrażaniu dobrych praktyk, traktując je, jako domenę działu compliance i kolejny obowiązek do odhaczenia. Pytanie jak przybliżyć obie te perspektywy i sprawić, aby to, co dobre dla akcjonariuszy dostarczających kapitał spółkom giełdowym, było też dobre dla spółek korzystających z tego kapitału? Wierzę, że ważną rolę do odegrania mają tutaj rady nadzorcze, także we własnym interesie.

O jakiej roli rady nadzorczej mówimy?

Rada nadzorcza powinna skupić się głównie na realizacji zadań określonych dla niej w rozdziale drugim dobrych praktyk. Członkowie rady nadzorczej działają w interesie

spółki i kierują się w swoim postępowaniu niezależnością własnych opinii i osądów. Rada nadzorcza w szczególności opiniuje strategię spółki i weryfikuje pracę zarządu w zakresie osiągania ustalonych celów strategicznych oraz monitoruje wyniki osiągane przez spółkę. Dodatkowo nowe zadania zostaną nałożone na działające w radzie komitety audytu w nowej ustawie o biegłych rewidentach i firmach audytorskich*. W ramach tych zadań mieści się ważna rola rady, jako strażnika dobrych praktyk pilnującego, żeby spółka podeszła do zagadnienia z należytą starannością i poprawnie raportowała. Dlaczego? Jeżeli nie w trosce o jakość ładu korporacyjnego, to z bardziej osobistych pobudek, biorąc pod uwagę prawnie określony „system motywacyjny” dla członków rad nadzorczych. Sprawowanie funkcji nadzoru nad ładem korporacyjnym w wielu przypadkach dotyczy obszarów, za które spółka oraz

członkowie zarządu, rady nadzorczej i komitetu audytu ponoszą prawną odpowiedzialność sankcjonowaną, w przypadku stwierdzonych nieprawidłowości, wysokimi karami finansowymi. Przykłady? Dla członków rad nadzorczych za nieprzestrzeganie przepisów wynikających z rozporządzenia MAR kary finansowe mogą sięgnąć 100 tys. zł., a za niestosowanie wymogów nowej ustawy o biegłych nawet 250 tys. zł. Kary mogą być też nakładane na same spółki i ich zarządy. Z drugiej strony cały rozdział trzeci dobrych praktyk mówi o systemach i funkcjach wewnętrznych spółki, za monitorowanie skuteczności, których, zgodnie z projektem nowej ustawy o biegłych rewidentach, odpowiedzialny będzie komitet audytu lub rada nadzorcza realizująca jego zadania. **Zatem dobre praktyki i ich właściwe stosowanie przez spółki może być skutecznym narzędziem realizacji ustawowych zadań przez organy spółki.**



dr hab. Sebastian Buczek
Prezes Zarządu Quercus TFI S.A.

Według nas na rynku kapitałowym panuje częściowy brak świadomości i zrozumienia zasad ładu korporacyjnego. Przykładowo w firmach niefinansowych, spoza Warszawy, brakuje ludzi z odpowiednim doświadczeniem i wiedzą na temat dobrych praktyk. Patrząc na poziom zgodności przez pryzmat wielkości spółek, sektorów, czy struktury akcjonariatu można się spodziewać, że jest on mocno związany ze specyfiką branży, w jakiej działa spółka, jak również z tym, kto jest akcjonariuszem większościowym.

Na polskiej giełdzie mamy aktualnie 200–250 średnich spółek, w których akcjonariusz większościowy jest z reguły w przewadze. To nie jest środowisko sprzyjające rozwojowi corporate governance, a z drugiej strony, to warunki, w których zasady ładu korporacyjnego wydają się być najbardziej potrzebne. My dziś nasze decyzje inwestycyjne podejmujemy w oparciu o spotkania ze spółką, ocenę rozwoju biznesu, wycenę, ocenę zarządu – jego kompetencji i uczciwości. Nie patrzymy na stronę internetową i deklarowany poziom ładu korporacyjnego. Nie ma dziś żadnego źródła, które dawałoby szybki i pełny dostęp do informacji na ten temat. Poza tym, zawsze istnieje konieczność weryfikacji deklarowanego poziomu zgodności z rzeczywistymi działaniami spółki i jej głównego właściciela. Dla inwestora jest ważna praktyka, a nie deklaracje. Nie zmienia to jednak faktu, że zasady dobrych praktyk powinny stanowić ABC dla właścicieli, którzy chcą działać na rynku kapitałowym.

Rynek jest sprawiedliwy w długim okresie. Fałszywe deklaracje, wcześniej czy później zostaną przez niego zweryfikowane. Istnieje tak zwana sprawiedliwość ogólnorynkowa, czyli przypisanie charakterystycznych cech do konkretnych osób czy instytucji. Przez pryzmat dobrych praktyk można patrzeć na właścicieli i ich reputację.

* Projekt ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym



Agnieszka Gontarek

Przewodnicząca Komitetu Konsultacyjnego GPW ds. Ładu Korporacyjnego.
Prezes BondSpot SA

„Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016” kolejnym krokiem na drodze do standardów rozwiniętych rynków kapitałowych



Kodeks chroni prawa akcjonariuszy, zwiększa transparentność i podnosi jakość komunikacji spółek giełdowych



Dobre praktyki to nie regulacja giełdowa



Stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz

Celem „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW” jest przede wszystkim **wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy (w tym zwłaszcza akcjonariuszy mniejszościowych), głównie w kwestiach nieregulowanych szczegółowo przez prawo. Oprócz tych klasycznych dla kodeksów corporate governance kwestii, Dobre Praktyki mają za zadanie podnosić transparentność spółek giełdowych i jakość komunikacji z inwestorami.**

Z uwagi na historyczne i organizacyjne uwarunkowania funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, rolę depozytariusza dobrych praktyk obowiązujących spółki giełdowe pełni Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Dobre Praktyki są uchwalane przez Radę Giełdy na wniosek Zarządu Giełdy. Warto jednak zaznaczyć, że zbiór ten nie stanowi regulacji giełdowej, jaką jest np. Regulamin Giełdy.

Podobnie jak ma to miejsce w większości systemów prawnych, stosowanie zasad dobrych praktyk przez spółki giełdowe jest dobrowolne i odbywa się w oparciu o zasadę *comply or explain* (**stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz**). Niestosowanie zasad ładu korporacyjnego nie stanowi naruszenia przepisów obowiązujących na giełdzie. Takim **naruszeniem może być natomiast niewłaściwe wypełnianie obowiązków informacyjnych związanych ze stosowaniem zasad corporate governance.**

Pierwsze Dobre Praktyki zostały przyjęte przez GPW w 2002 roku.

Od tamtej pory kilkakrotnie je zmieniano. Zmiany podyktowane były przede wszystkim dążeniem do zachowania standardów i trendów europejskich w zakresie corporate governance, jak i potrzebą rozszerzenia zasad o nowe obszary. Kluczowe zmiany zostały wprowadzone w lipcu 2007 r. (weszły w życie 1 stycznia 2008 r.), a następnie – w 2016 roku **„Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”, które w przyjętym kształcie obowiązują od 1 stycznia 2016 r.**

Ta gruntowna reforma Dobrych Praktyk została dokonana przez Giełdę we współpracy z Komitetem konsultacyjnym GPW ds. ładu korporacyjnego. Nowy dokument jest w dużym stopniu odpowiedzią na postulaty uczestników rynku. Zyskał nowy przejrzysty podział tematyczny oraz nową systematykę, zgodną z zaleceniem Komisji Europejskiej z 2014 r.

Dobre Praktyki 2016 nie zostały co prawda, jak na niektórych rynkach rozwiniętych, podzielone na części, którym mogłyby podlegać jedynie określone grupy spółek (na przykład należące do konkretnego indeksu, określonej wielkości, prowadzące działalność we wskazanej branży, etc.), jednakże większość zasad i rekomendacji została sformułowana w sposób pozwalający na elastyczność w ich wdrożeniu, przede wszystkim dzięki częstemu odwoływaniu się w samej ich treści do zasady

adekwatności. **Zasada adekwatności pozwala dostosowywać** konkretne postanowienia Dobrych Praktyk do możliwości i potrzeb ich wdrożenia przez spółki różnej wielkości.

Skład Komitetu Konsultacyjnego GPW ds. Ładu Korporacyjnego

Do prac w Komitecie, któremu przewodniczył Dział Emitentów GPW, zostali zaproszeni przedstawiciele między innymi: Komisji Nadzoru Finansowego, Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych, Polskiego Instytutu Dyrektorów. W pracach Komitetu brali udział również: mec. Paweł Gładysz (szef compliance CDM PKO SA), mec. Leszek Koziorowski (kancelaria Gessel, Koziorowski), Andrzej S. Nartowski (emerytowany prezes Polskiego Instytutu Dyrektorów, wybitny autorytet w dziedzinie corporate governance) oraz Krzysztof Szułdrzyński (ekspert PwC ds. corporate governance).

W nowym zbiorze doprecyzowano treści wielu dotychczasowych zasad, kluczowych z punktu widzenia corporate governance. W dokumencie pojawiły się także kwestie dotychczas nieobjęte zasadami ładu korporacyjnego, w ślad za trendami europejskimi w zakresie corporate governance. Wszystkie zmiany w Dobrych Praktykach zostały przeprowadzone w sposób zapewniający kontynuację zagadnień ujętych w poprzednich wersjach zbioru. Jednocześnie staraliśmy się uwzględniać **zasadę adekwatności**, dostosowując konkretne zasady do możliwości wdrożenia ich przez spółki różnej wielkości.

Zgodnie z § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy, jeśli spółka nie stosuje choćby jednej z zasad ładu korporacyjnego, powinna wówczas opublikować informację, zawierającą wyjaśnienie. Raport taki powinien zostać

opublikowany z wykorzystaniem systemu EBI, za pomocą którego emitenci wypełniają obowiązki informacyjne dotyczące Dobrych Praktyk, niezwłocznie po powstaniu uzasadnionego przeświadczenia po stronie emitenta, że dana zasada nie będzie stosowana lub że nie zostanie zastosowana, w każdym zaś przypadku niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia stanowiącego naruszenie zasady ładu korporacyjnego. Powyższemu obowiązkowi informacyjnemu podlegają jedynie zasady, które są oznaczone w poszczególnych rozdziałach literą „Z”.

Ponadto zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, raport roczny emitenta powinien zawierać oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Nadzór nad wypełnianiem tego obowiązku informacyjnego sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Zasada I.Z.1.13 Dobrych Praktyk 2016 wymaga od emitentów, by zamieścili na swojej stronie internetowej informację na temat stanu stosowania rekomendacji i zasad zawartych w tym zbiorze. Z dniem wejścia w życie DPSN2016 Giełda udostępniła spółkom nową funkcjonalność systemu EBI. Nowe rozwiązanie umożliwia wprowadzanie przez spółki danych dotyczących stanu stosowania Dobrych Praktyk 2016 w aktywnym formularzu, zwiększając tym samym przejrzystość informacji przekazywanych przez spółki w tym przedmiocie. Gotowy formularz przewiduje opcję, dzięki której, poza informacją o stosowaniu bądź niestosowaniu danej rekomendacji lub zasady, spółka w przypadku niektórych zasad może wskazać, że dana zasada bądź rekomendacja nie ma w jej przypadku zastosowania, uzupełniając taką informację o stosowne wyjaśnienie, które w szczególności będzie odnosić się do okoliczności uzasadniających skorzystanie przez spółkę z zasady adekwatności. **Należy przy tym pamiętać, że publikacja na stronie internetowej informacji wymaganej zasadą I.Z.1.13 nie**



Stosowanie poszczególnych zasad jest dobrowolne

Oświadczenie na temat stosowania/niestosowania jest obowiązkowe

Zamieszczanie na stronie internetowej informacji na temat stanu stosowania rekomendacji i zasad powinno być dobrą praktyką spółek



Zasada adekwatności: dostosowanie zasad do możliwości wdrożenia ich przez spółki średniej wielkości

stanowi wypełnienia obowiązków określonych w § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy, których należy dopełnić w każdym przypadku, gdy ma miejsce niestosowanie którejs z zasad. Raport o niestosowaniu zasad powinien zostać opublikowany na oficjalnej stronie internetowej emitenta oraz w trybie analogicznym do stosowanego do przekazywania raportów bieżących. **Nowy formularz udostępniony spółkom przez Giełdę w systemie EBI jest narzędziem wspierającym wypełnienie obowiązku określonego w zasadzie I.Z.1.13,** tak więc spółka nie jest zobligowana do jego wykorzystywania. Warto jednak zauważyć, że posługiwanie się opracowanym formularzem korzystnie wpływa na przejrzystość informacji o stanie stosowania Dobrych Praktyk 2016 przez emitenta, a po wprowadzeniu kolejnych modyfikacji, w niedalekiej przyszłości umożliwi analizę i publikację statystyk dotyczących tej materii.

Po wejściu w życie nowych Dobrych Praktyk 2016 wszystkie spółki, które nie stosują choćby jednej zasady ładu korporacyjnego, powinny opublikować systemem EBI raport, o którym mowa w § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy (raport o niestosowaniu zasad dobrych praktyk). A contrario, spółka w pełni zgodna z zasadami zawartymi w nowym zbiorze może do czasu publikacji raportu rocznego za 2016 rok nie opublikować systemem EBI żadnego raportu poświęconego tej materii (nie należy przy tym zapominać o obowiązku utrzymywania na stronie www aktualnej informacji nt. stosowania zasad i rekomendacji, który to jednak obowiązek może zostać zrealizowany bez użycia raportu EBI, a nawet formularza dostępnego w systemie).

Jak spółki wywiązują się z przestrzegania Dobrych Praktyk 2016? Z czym mają największe problemy?

Do połowy lutego 2017 roku, na 487 spółek notowanych na Głównym Rynku, raporty na temat ładu korporacyjnego w EBI opublikowały

367 spółki. Mogłoby to prowadzić do wniosku, że pozostałych 120 emitentów stosuje wszystkie zasady DPSN2016. Jak się okazuje to proste działanie matematyczne w tym przypadku się nie sprawdza. Tylko część spółek stosuje wszystkie zasady i zgodnie z przepisami nie raportuje tego w systemie EBI a jedynie zamieszcza na ten temat informację na swojej stronie internetowej. Natomiast zdecydowaną większość emitentów, którzy nie przekazali raportu, stanowią tacy, którzy prawdopodobnie... zupełnie zapomnieli o obowiązkach wynikających z § 29 Regulaminu Giełdy. Tych przypadków jest zdecydowanie zbyt wiele, dlatego z końcem stycznia br. Giełda rozpoczęła weryfikację poprawności przestrzegania przepisów dotyczących zasad ładu korporacyjnego właśnie od tej grupy emitentów, czego rezultatem jest na chwilę obecną kilkadziesiąt raportów dosłanych po interwencji GPW.

Odrębną kategorię stanowią spółki, które wprowadzi informują o niestosowaniu niektórych zasad jednak po dokładnej weryfikacji treści zamieszczanych wyjaśnień można sądzić, że część tych deklaracji została sformułowana na wyrost i wynika jedynie z niewłaściwej, zbyt surowej dla samej spółki, interpretacji redakcji niektórych postanowień Dobrych Praktyk 2016 i związanej z tym oceny końcowej stopnia ich stosowania. Jak już wspomniałam, jedna z zasad przyświecających nowym Dobrym Praktykom 2016 to zasada adekwatności. Tym samym spółki mogą niekiedy nie stosować określonej zasady bądź rekomendacji, nie wskazując jednocześnie, że ją naruszyły.

Dwie ostatnie spośród wymienionych powyżej grup spółek pokazują, jak wiele jest do zrobienia na polu weryfikacji poprawności wypełniania obowiązków związanych z Dobrymi Praktykami 2016. Intencją GPW jest dążenie do podnoszenia jakości raportów spółek w zakresie stosowania Dobrych Praktyk. Warto pamiętać, że zgodnie z zaleceniem Komisji Europejskiej z 9.04.2014 r. w sprawie jakości sprawozdawczości dotyczącej

Nie zawsze pełna zgodność z kodeksem dobrych praktyk jest najlepsza dla spółki z punktu widzenia jej ładu korporacyjnego. Kluczowe znaczenie mają wyjaśnienia, ich rzetelność i jakość

ładu korporacyjnego (podejście „przestrzegaj lub wyjaśnij”), nie zawsze pełna zgodność z kodeksem dobrych praktyk jest najlepsza dla spółki z punktu widzenia jej ładu korporacyjnego. W niektórych przypadkach odstępstwo umożliwi wręcz spółce bardziej skuteczne zarządzanie i elastyczność w postaci możliwości dostosowania zasad ładu korporacyjnego do wielkości spółki, struktury akcjonariatu lub szczególnego charakteru sektora, w którym prowadzi działalność dana spółka. **W tym kontekście szczególne znaczenia nabierają wyjaśnienia przedstawiane przez spółki, ich rzetelność i jakość.** Te same zalecenia KE zachęcają również spółki do zamieszczania w swoich sprawozdaniach opisu sposobu stosowania przez nie głównych zasad i rekomendacji, zwłaszcza w odniesieniu do zagadnień o największym znaczeniu dla akcjonariuszy. W kontekście tego zalecenia należy oczekiwać,

że w oświadczeniach o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego zawartych w raportach rocznych znajdą się także wyjaśnienia, jakich środków i rozwiązań spółka używa, stosując zasady wymienione w Dobrych Praktykach 2016, w szczególności, w jaki sposób osiąga zgodność z tzw. zasadami głównymi, znajdującymi się na początku każdego z rozdziałów DPSN2016.

Lepsza jakość raportowania na temat ładu korporacyjnego, jak również bardziej świadome stosowanie zasad, ma być realizowane nie tylko poprzez działania Giełdy, lecz także przy wydatnym wsparciu samych spółek giełdowych. Zgodnie z zasadą II.Z.10.3 **Rady Nadzorcze powinny dokonywać corocznej oceny sposobu wypełniania przez spółkę obowiązków informacyjnych dotyczących stosowania zasad ładu korporacyjnego**, wynikających z Regulaminu Giełdy oraz przepisów prawa powszechnie obowiązującego.





Piotr Cieślak

Wiceprezes Zarządu

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Kodeks Dobrych Praktyk jest zbiorem licznych zasad i rekomendacji, które mają bardzo istotne znaczenie zarówno dla akcjonariuszy, jak i otoczenia rynkowego, w którym funkcjonują spółki. Stosowanie się do reguł wynikających z tego zbioru może sprawić, że spółka stanie się zdecydowanie bardziej transparentna, efektywniej zarządzana, skuteczniej nadzorowana, bardziej wiarygodna dla uczestników rynku i partnerów biznesowych, ale także znacznie lepiej postrzegana przez akcjonariuszy i inwestorów, gdyż liczne zapisy Dobrych Praktyk odnoszą się nie tylko do poszanowania praw akcjonariuszy, ale także do standardów komunikacji z rynkiem.

Implementacja zasad ładu korporacyjnego w prostej linii oznacza większą transparentność i wiarygodność spółki dla uczestników rynku akcji, lepsze standardy komunikacji, wyższy poziom bezpieczeństwa inwestycji, czy także przestrzeganie reguł poszanowania praw akcjonariuszy. Inwestorzy podchodzący do swoich inwestycji w sposób profesjonalny nie tylko to rozumieją, ale także przywiązują bardzo dużą wagę do zasad, które bezpośrednio wpływają na bezpieczeństwo zainwestowanych środków i jakość samej inwestycji.

Poziom świadomości inwestorów indywidualnych w zakresie korzyści, jakie może im zapewnić Kodeks Dobrych Praktyk jest różny. Zapewne inne podejście do zbioru dobrych praktyk będzie miał inwestor zaangażowany w spółkę krótkoterminowo, tj. maksymalnie do kilku dni, inwestujący np. w oparciu o przesłanki spekulacyjne, niż inwestor, który dokonuje inwestycji w oparciu o przesłanki fundamentalne, gdzie okres jego inwestycji jest długoterminowy. Inwestor podchodzący profesjonalnie do analizy danej spółki, zazwyczaj bierze pod uwagę szerokie spektrum czynników i informacji, a na pewno doskonale wie, jakie korzyści nieść może dla niego sumiennie respektowany przez spółki katalog dobrych praktyk.



Marcin Murawski

Niezależny członek Rad Nadzorczych i Komitetów Audytu

CCC S.A., GTC S.A., Apator S.A., Seco/Warwick S.A.

Raporty Spółek dotyczące stopnia stosowania Kodeksu Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW zwiększają znacząco przejrzystość relacji z inwestorami i pomagają w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jest oczywiste, że konieczność publicznego wyjaśniania przyczyn niestosowania niektórych praktyk, skutecznie motywuje spółki do wdrażania tych standardów.

Zwiększenie przejrzystości stosowania przez spółki zasad Corporate Governance pozwala na lepsze oszacowanie ryzyka inwestycyjnego i umożliwia bardziej świadome zarządzanie tym ryzykiem przez inwestorów. Jest to niewątpliwie element budowania reputacji przez emitenta. Należy jednak podkreślić, że informacja o stosowaniu dobrych praktyk jest „deklaracją” danej spółki, a efektywność implementacji tych rozwiązań może być różna w poszczególnych spółkach.

Świadomość zrozumienia celu wdrożonych zasad, zależy od typu inwestorów. W przypadku profesjonalnych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, inwestorów zagranicznych – ta świadomość jest większa niż w przypadku małych inwestorów indywidualnych. Mali inwestorzy niekoniecznie mają świadomość celu dobrych praktyk, jakim jest wzmocnienie ochrony ich praw.

Potencjalnym rozwiązaniem zwiększającym skuteczność stosowania dobrych praktyk, może być pewna forma niezależnej certyfikacji zgodności z praktykami, potwierdzającej rzeczywiste ich stosowanie. Takie rozwiązanie mogłoby być wykorzystywane dobrowolnie przez najlepsze ze spółek.



Jak spółki raportują?

W nowym zbiorze dobrych praktyk mamy określone 6 „przykazań” – zasad ogólnych, 20 rekomendacji oraz 70 zasad szczegółowych, które powinny być przestrzegane przez spółki. Jak już pisaliśmy wcześniej, obowiązkowi informacyjnemu w giełdowym systemie EBI podlega 70 zasad szczegółowych „Z”. W odniesieniu do rekomendacji „R”, wyjaśnienie na temat przyczyn ich niestosowania powinno zostać zamieszczone w oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, będącym obowiązkowym elementem raportu rocznego spółki giełdowej.

Z 487 spółek notowanych na GPW do dnia 16 lutego 2017

w postaci formularza zaraportowało w giełdowym systemie EBI 353 spółki. Z pozostałych 134 spółek, 14 zaraportowało w EBI w innej formie, a jedynie 11 opublikowało na swojej stronie internetowej raport o pełnej zgodności. Przegląd stron internetowych pozostałych spółek doprowadził nas do dwóch wniosków: spółki te zupełnie zlekcewały dobre praktyki i nie zamieszczają na swoich stronach żadnych informacji na ten temat lub zamieściły na stronie internetowej informację, których zasad nie stosują, bez publikacji stosownego raportu. W jednym i w drugim przypadku mówimy o niedotrzymaniu obowiązku informacyjnego wprowadzonego w Regulaminie Giełdy.

W związku z powyższym wszystkie analizy przedstawione w niniejszym raporcie dotyczą spółek, które zaraportowały przy użyciu formularza w giełdowym systemie EBI oraz tych, które na swoich stronach internetowych zamieściły raport deklarujący 100% zgodności z dobrymi praktykami 2016.

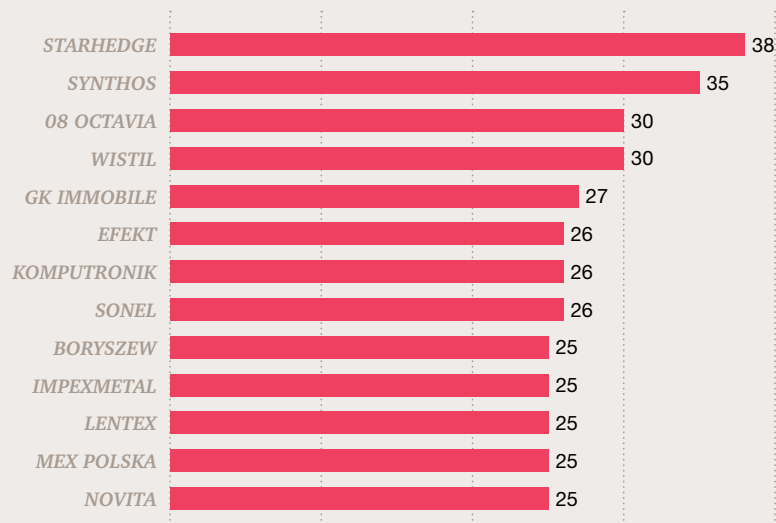
Na podstawie tych danych, można przyjąć, że 4% (18 z 487) spółek spełnia wszystkie zasady kodeksu, natomiast 10% spółek notowanych obecnie na GPW zadeklarowało blisko 100% zgodności, tj. niespełnianie od 0 do 2 zasad.

Ranking spółek niespełniających 0–2 zasad szczegółowych Dobrych Praktyk 2016



Pozostałe spółki deklarują niespełnianie od 3 do 38 zasad.

Lista 13 spółek, które deklarują nieprzestrzeganie największej liczby zasad



Średnio spółki giełdowe raportują nieprzestrzeganie 10 zasad, co oznacza 86% poziom zgodności.

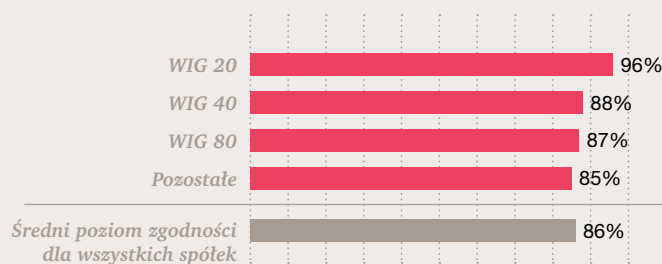
W tym miejscu należy podkreślić, że w większości przypadków, do informacji o nieprzestrzeganiu zasad dołączone są wyjaśnienia. O wyjaśnieniach – ich jakości i treści, będziemy pisali w dalszej części raportu.

Bardzo dużą grupę spółek, blisko 20% wszystkich emitentów, stanowią dziś ci, którzy wydają się zapominać o obowiązkach informacyjnych

w zakresie dobrych praktyk. Spółki te nie poinformowały w ciągu roku o niespełnianiu DPSN korzystając z giełdowego systemu EBI, tylko niewielka część z nich opublikowała informację o poziomie zgodności z zasadami ładu korporacyjnego na stronach internetowych. Należy pamiętać, że jeśli spółka nie spełnia jakiegś zasady, jej obowiązkiem jest zaraportowanie tego w systemie raportów bieżących EBI.

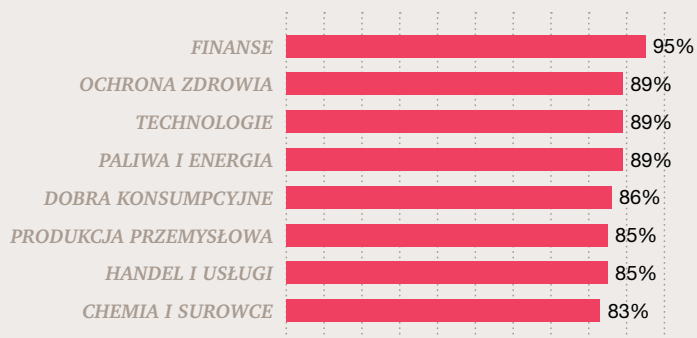
Warto przeanalizować poziom deklarowanej zgodności przez pryzmat głównych indeksów giełdowych i branż.

Deklarowany poziom zgodności spółek z głównymi indeksami



Z perspektywy analizy makrosektorów, nie dziwi czołowe miejsce branży finansowej, która podlega restrykcyjnym przepisom branżowym adresującym podobne zagadnienia. Zaraz za nią plasują się branża ochrony zdrowia, technologie oraz paliwa i energia, na trzecim miejscu znajdują się dobra konsumpcyjne, produkcja przemysłowa oraz handel i usługi, ale tutaj poziom zgodności wynosi poniżej 86%, co oznacza więcej niż 10 na 70 nieprzestrzeganych zasad.

Deklarowany poziom zgodności w makrosektorach



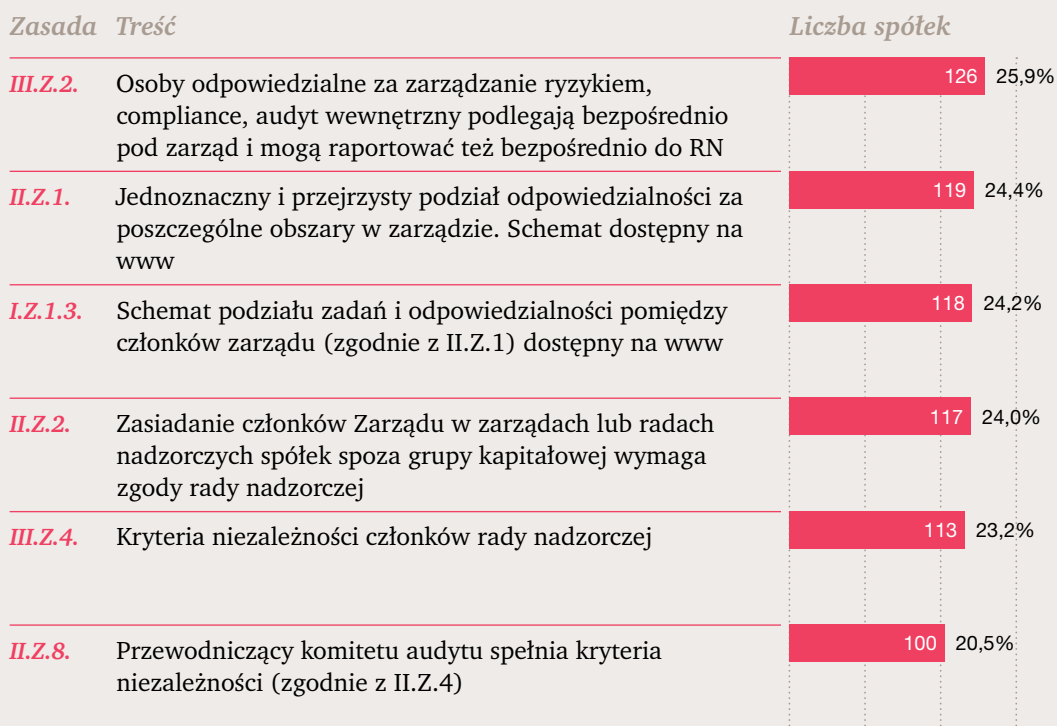


Jakich zasad spółki najczęściej nie przestrzegają?

Ranking otwierają zasady dotyczące organizacji elektronicznego walnego zgromadzenia i transmisji obrad. Zaraz po nich następują zasady dotyczące polityki wynagrodzeń, polityki różnorodności, konfliktu interesów oraz niezależności członków rady nadzorczej, przewodniczącego komitetu audytu, czy audytora wewnętrznego. Sporo problemów sprawia spółkom również publikacja informacji na temat schematu podziału zadań i odpowiedzialności w zarządzie.

Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada	Treść	Liczba spółek	
I.Z.1.20.	Zapis przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo	262	53,8%
I.Z.1.16.	Informacja na temat planowanej transmisji obrad WZA	211	43,3%
IV.Z.2.	Jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu spółki, spółka zapewnia powszechnie dostępną transmisję obrad walnego zgromadzenia	211	43,3%
VI.Z.4.	Spółka w sprawozdaniu z działalności przedstawia raport na temat polityki wynagrodzeń (...)	203	41,7%
I.Z.1.15.	Opis polityki różnorodności	190	39,0%
V.Z.6.	Określenie w regulacjach wewnętrznych kryteriów i okoliczności, w których może dojść w spółce do konfliktu interesów	171	35,1%
III.Z.3.	Kierujący audytem wewnętrznym spełnia kryteria niezależności	164	33,7%



Jakie zasady najczęściej nie dotyczą emitentów?

Według deklaracji 3/4 spółek, które złożyły swoje raporty, w Dobrych Praktykach 2016 znajdują się zasady, które ich nie dotyczą. Są to emitenci, którzy na przykład nie podejmują decyzji o publikacji prognoz finansowych, w związku z tym słusznie stwierdzają, że zasada zobowiązująca do zamieszczania takich prognoz na stronie internetowej ich nie dotyczy. Wymóg posiadania strony w języku angielskim, a przynajmniej podstawowych informacji wymaganych zgodnie z pierwszą zasadą rozdziału o polityce informacyjnej, również zdaje się nie dotyczyć połowy spółek, które zaraportowały. Wydaje się to

uzasadnione, biorąc pod uwagę, że zgodnie z zastosowaną w DPSN zasadą adekwatności, zasada ta dotyczy spółek z indeksu WIG20 i mWIG40 albo emitentów z innych indeksów, ze strukturą akcjonariatu i charakterem prowadzonej działalności, które takiej wersji strony nie wymagają. Ostatnią zasadą, która „nie dotyczy” co najmniej 130 spółek na polskiej giełdzie, jest ta mówiąca o minimum dwuletnim okresie pomiędzy przyznaniem w ramach programu motywacyjnego opcji lub innych instrumentów powiązanych z akcjami spółki, a możliwością ich realizacji przez kluczowych

menedżerów, czy członków zarządu spółki. Tutaj najczęściej podawanym wyjaśnieniem jest brak takich programów w spółkach. I właśnie z tym wiąże się odpowiedź w odniesieniu do zasady VI.Z.1., która jest czwartą najczęściej „niedotyczącą” spółek.

Blisko 80 emitentów zaraportowało „nie dotyczy” dla zasady IV.Z.2, która mówi o zapewnieniu transmisji online, jeśli wymaga tego struktura akcjonariatu. Po przeprowadzeniu niniejszej analizy jesteśmy skłonni postawić tezę, że takiej odpowiedzi powinno udzielić zdecydowanie więcej spółek.

Zasada Opis zasady

Liczba spółek

I.Z.1.10.	Prognozy finansowe – jeżeli spółka podjęła decyzję o ich publikacji – opublikowane w okresie co najmniej ostatnich 5 lat, wraz z informacją o stopniu ich realizacji	163	33,5%
I.Z.1.16.	Informację na temat planowanej transmisji obrad walnego zgromadzenia – nie później niż w terminie 7 dni przed datą walnego zgromadzenia	159	32,6%
I.Z.2.	Spółka, której akcje zakwalifikowane są do indeksów giełdowych WIG20 lub mWIG40, zapewnia dostępność swojej strony internetowej również w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w zasadzie I.Z.1. Niniejszą zasadę powinny stosować również spółki spoza powyższych indeksów, jeżeli przemawia za tym struktura ich akcjonariatu lub charakter i zakres prowadzonej działalności.	134	27,5%
II.Z.8.	Przewodniczący komitetu audytu spełnia kryteria niezależności wskazane w zasadzie II.Z.4.	95	19,5%
III.Z.6.	W przypadku gdy w spółce nie wyodrębniono organizacyjnie funkcji audytu wewnętrznego, komitet audytu (lub rada nadzorcza, jeżeli pełni funkcję komitetu audytu) co roku dokonuje oceny, czy istnieje potrzeba dokonania takiego wydzielenia.	77	15,8%
IV.Z.2.	Jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu spółki, spółka zapewnia powszechnie dostępną transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym.	76	15,6%
VI.Z.1.	Programy motywacyjne powinny być tak skonstruowane, by między innymi uzależniać poziom wynagrodzenia członków zarządu spółki i jej kluczowych menedżerów od rzeczywistej, długoterminowej sytuacji finansowej spółki oraz długoterminowego wzrostu wartości dla akcjonariuszy i stabilności funkcjonowania przedsiębiorstwa.	53	10,9%
VI.Z.2.	Aby powiązać wynagrodzenie członków zarządu i kluczowych menedżerów z długookresowymi celami biznesowymi i finansowymi spółki, okres pomiędzy przyznaniem w ramach programu motywacyjnego opcji lub innych instrumentów powiązanych z akcjami spółki, a możliwością ich realizacji powinien wynosić minimum 2 lata.	1	0,2%

Jak wyglądają wyjaśnienia spółek?

Stosuj lub wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz – to jedna z najczęściej obowiązujących zasad ładu korporacyjnego w wielu krajach świata, przyjęta także w polskich dobrych praktykach. Wyjaśnienia spółek są niezwykle istotnym elementem ich raportu na temat przestrzegania zasad DPSN. Ich jakość i logika świadczą o spółce, jej dojrzałości i respektowaniu zasad corporate governance, a co za tym idzie, również szacunku do inwestorów.

Przegląd wyjaśnień opublikowanych przez spółki w giełdowym systemie EBI wskazuje na ich niewystarczającą jakość. Wiele wyjaśnień jest lakonicznych, a część kopiowana wprost od innych spółek. Często **wyjaśnienie polega na przywołaniu treści zasady bez podania konkretnego powodu jej niestosowania, co stoi w sprzeczności z celem publikowania wyjaśnień.**

DPSN we Wstępie mówią o tym, że wyjaśnienia spółek **wskazujące przyczyny i okoliczności niestosowania zasady**, powinny być na tyle **wyczerpujące**, by móc stanowić realne źródło informacji o **powodach niestosowania danej zasady**, jak również pozwalać na dokonanie oceny stosunku spółki do kwestii przestrzegania zasad zawartych w DPSN. Paragraf 29 ustęp 3 regulaminu GPW mówi ponadto, że **emitent ma obowiązek wyjaśnić również, w jaki sposób**

zamierza usunąć ewentualne skutki niezastosowania danej zasady lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko niezastosowania tej zasady w przyszłości. Kluczową kwestią jest opisanie alternatywnych sposobów realizacji przez spółki celów przyświecających zasadom ładu korporacyjnego.

Przyjrzyjmy się najczęściej spotykanym błędom w wyjaśnianiu okoliczności braku stosowaniu zasad na przykładzie kilku z nich.

Zanim przejdziemy do analizy najczęstszych błędów w przedstawianych przez spółki wyjaśnieniach, warto zauważyć, że bardzo często spółki zamieszczają komentarze w przypadku zasad, które spełniają, czyli tam gdzie nie ma takiego obowiązku. Wiele komentarzy odnosi się do wypełnienia poszczególnych zasad np. spółka stosuje zasadę, zasada jest stosowana, spółka deklaruje przestrzeganie tej zasady, etc. Jeśli spółki stosują zasady, to w formularzu EBI nie ma konieczności zaznaczenia żadnej z opcji, a tym samym nie ma potrzeby zamieszczania żadnych komentarzy. Zamieszczona w formularzu EBI opcja „stosuję i chcę dodać komentarz” powinna być użyta wyłącznie, gdy spółka chce zamieścić dodatkowe wyjaśnienia względem danej zasady. Obowiązek wyjaśnień powstaje tylko wtedy, gdy spółka nie wypełnia jednej lub więcej zasad.



Publikowane wyjaśnienia powinny odnosić się do okoliczności i przyczyn niestosowania, zawierać informację o tym jak emitent zamierza usunąć ewentualne skutki

Najczęściej popełniane błędy w przekazywanych wyjaśnieniach można podzielić na 5 następujących kategorii:

1. **Ogólniki** oraz wyjaśnienia **bez związku** z daną zasadą
2. Wyjaśnienie typu „**nie przestrzegamy, gdyż nie przestrzegamy**”
3. Uzasadnienie braku stosowania danej zasady tym, że **odnosi się do kompetencji rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia** akcjonariuszy
4. **Odwołanie się do przepisów prawa** jako wystarczających w danym obszarze ładu korporacyjnego
5. **Brak opisanie sposobów usunięcia skutków** niezastosowania danej zasady lub zmniejszenia ryzyka niezastosowania tej zasady w przyszłości

1. Ogólniki oraz wyjaśnienia bez związku z daną zasadą

Zacznijmy od zasady mówiącej o tym, że przewodniczący komitetu audytu spełnia kryteria niezależności. W powtarzających się komentarzach spółki informują, że „funkcję komitetu audytu spełnia w Spółce Rada Nadzorcza”. Niezależnie od tego, czy obowiązki komitetu audytu pełni cała rada, czy jej wydzielona część, nadal przewodniczący tegoż komitetu powinien spełniać kryteria niezależności. W sytuacji, gdy obowiązki te pełni cała rada nadzorcza, to kryterium powinien spełniać przewodniczący rady nadzorczej.

Podobnie w komentarzach do zasady wymagającej od zarządu i osób odpowiadających za audyt wewnętrzny corocznej oceny systemów i funkcji wewnętrznych powtarza się wyjaśnienie: „W Spółce funkcję komitetu audytu pełni Rada Nadzorcza, jej członkowie wybierani są przez Walne Zgromadzenie”. Trudno zrozumieć, w jaki sposób działanie rady jako komitetu audytu uniemożliwia wykonanie przez zarząd corocznej oceny systemu kontroli wewnętrznej lub compliance.

Zgodnie z DPSN w sprawozdaniu z działalności, spółki powinny m.in. opisać ogólnie system wynagrodzeń, podać informacje na temat warunków i wysokości wynagrodzenia każdego z członków zarządu oraz ocenę funkcjonowania polityki wynagrodzeń z punktu widzenia realizacji jej celów, w szczególności długoterminowego wzrostu wartości dla akcjonariuszy i stabilności funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Niektóre wyjaśnienia dotyczące tej zasady również są zaskakująco lakoniczne i ograniczają się do stwierdzenia „Spółka nie posiada polityki wynagrodzeń”. Ni mniej, ni więcej.

Ostatni przykład ogólników zaczerpnijmy z wyjaśnień dotyczących zasady odwołującej się do fundamentów ładu korporacyjnego. Mowa tu o zaleceniu, aby zasiadanie członków zarządu spółki w zarządach lub radach nadzorczych spółek spoza grupy kapitałowej spółki

wymagało zgody rady nadzorczej. Cel tej zasady jest oczywisty – chodzi o to, aby członek zarządu przy podejmowaniu decyzji kierował się interesem właściwej spółki. Wiadomo również, że kodeks spółek handlowych odnosi się jedynie do podejmowania przez członków zarządu działalności konkurencyjnej, również poprzez udział w organach spółek konkurencyjnych. Konflikt interesów może pojawić się jednakże w przypadku zasiadania w organach spółek, które są dostawcami lub klientami. Przy tej okazji warto zauważyć, że do najmniej przestrzeganych zasad należy również ta dotycząca wprost konfliktu interesów. Ponadto, wizerunek spółki może zostać nadwyrężony, jeśli członkowie jej zarządu zasiadają w organach spółek o złej reputacji. Wyjaśnienia powinny zatem, zgodnie z wytycznymi, które przywołaliśmy, odnieść się do tych zagrożeń.

Odnosnie tej zasady niektórzy emitenci są równie wstrzemięźliwi w swoich wyjaśnieniach: „Spółka nie widzi potrzeby wprowadzania tego rodzaju ograniczeń w działalności członków zarządu spółki” lub „Statut Spółki nie wymaga zgody Rady Nadzorczej w powyższym zakresie”.

2. Wyjaśnienie typu „nie przestrzegamy, gdyż nie przestrzegamy”

Innym przykładem niewłaściwego wyjaśnienia niestosowania zasady dotyczącej niezależności przewodniczącego komitetu audytu jest: „Zasada nie jest obecnie stosowana, ponieważ przewodniczący rady nadzorczej nie spełnia kryteriów niezależności. Emitent podejmie starania celem wdrożenia tej zasady w przyszłości”. Brakuje w tym wyjaśnieniu rzeczowego opisu przyczyny i okoliczności niestosowania zasady.

Podobnie w odniesieniu do wykonywania przez zarząd i audyt wewnętrzny corocznej oceny systemów i funkcji wewnętrznych znajdujemy wyjaśnienie, że „Regulamin Rady Nadzorczej nie przewiduje obowiązku odbierania oceny skuteczności funkcjonowania systemów i funkcji”.

3. Uzasadnienie braku stosowania danej zasady tym, że odnosi się do kompetencji rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia akcjonariuszy

Niektóre wyjaśnienia, nie tylko te dotyczące niezależności członków komitetu audytu, tłumaczą spółki tym, że określone czynności wykonywane są przez walne zgromadzenie, np. „Członków Rady Nadzorczej w spółce wybiera Walne Zgromadzenie”.

Walne zgromadzenie akcjonariuszy jest organem spółki i może przyjąć do stosowania praktyki zgodne z DPSN. Zarząd może zaproponować wniesienie do porządku obrad walnego zgromadzenia projektów odpowiednich zmian statutowych. Wybór członków rady będzie wówczas odbywał się w zgodzie z zasadami DPSN, czy to omawianej zasady dotyczącej niezależności czy innych, takich jak dotycząca różnorodności. Nie wyklucza to przecież stosowania kryterium wiedzy i doświadczenia – co jest umieszczane w komentarzach spółek w opozycji do kryterium niezależności.

4. Odwołanie się do przepisów prawa jako wystarczających w danym obszarze ładu korporacyjnego

W odniesieniu do zasady dotyczącej ujawnienia polityki wynagrodzeń możemy spotkać wcale nierzadki przykład wyjaśnienia: „Spółka nie przewiduje przedstawiania raportu na temat polityki wynagrodzeń. W ocenie Spółki obowiązujące przepisy prawa, w szczególności dotyczące sporządzania sprawozdań finansowych, w wystarczający sposób regulują wykonywanie nałożonych na podmioty gospodarcze obowiązków w zakresie ujawniania poziomów uposażeń, w tym członków Zarządu. Ponadto Spółka zapewnia, że ustalony przez Radę Nadzorczą w odniesieniu do członków Zarządu poziom wynagrodzenia – zarówno w odniesieniu do jego stałych i zmiennych składników – uzależniony jest od zakresu indywidualnych obowiązków i obszarów odpowiedzialności powierzonych poszczególnym członkom Zarządu”.

Wyjaśnienia o stosowaniu przepisów prawa niewiele wnoszą, gdyż spółka nie może w praktyce wybierać tego,

czy będzie się do nich stosowała, czy nie. Dobre praktyki celowo podwyższają standardy obowiązujące spółki publiczne. W przypadku takiego wyjaśnienia można przynajmniej napisać, co wynika z obowiązujących przepisów prawa dla spółki i jej akcjonariuszy.

W grupie wyjaśnień odnoszących się do zgody na zasiadanie w organach spółek spoza grupy kapitałowej wiele spółek powołuje się na ograniczenia kodeksowe, uznając je za wystarczające: „Wewnętrzne regulacje obowiązujące aktualnie w Spółce, ani umowy z Członkami Zarządu nie zawierają powyższych ograniczeń. Spółka stosuje w tym zakresie przepisy prawa czyli art. 380 KSH” lub „Zasada ta wychodzi poza wymóg wydania zgody na prowadzenie działalności konkurencyjnej, o którym mowa w art. 380 KSH”.

Jak już wspomnieliśmy Dobre Praktyki uzupełniają zapisy KSH i nie stoją z nimi w sprzeczności. Co do zasady podwyższają standardy zarządzania i raportowania w spółkach publicznych względem pozostałych.

Niestety zdarzają się przykłady nie tylko słabego wyjaśnienia, ale również braku znajomości przepisów: „Powyższa zasada nie jest stosowana w Spółce. Wewnętrzne regulacje obowiązujące w Spółce ani umowy z członkami zarządu nie zawierają tego typu ograniczeń. Spółka stosuje się do obowiązujących przepisów prawa, tj. art. 211 Kodeksu Spółek Handlowych, zgodnie z którym członek zarządu nie może bez zgody Spółki zajmować się interesami konkurencyjnymi ani też uczestniczyć w spółce konkurencyjnej. W przypadku zamiaru podjęcia tego typu działalności członek zarządu zobowiązany jest do uzyskania zgody organu uprawnionego do powoływania zarządu”. Oprócz błędnego przywołania przepisu, który odnosi się do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, warto zwrócić uwagę na ostatnie zdanie. Autorzy komentarza nie pofatygowali się, aby napisać, który to organ jest właściwy w przypadku tego emitenta praktycznie kopiując przepis kodeksowy. Zmusza to zainteresowanego do poszukiwania odpowiednich zapisów w innych dokumentach.

5. Brak opisanie sposobów usunięcia skutków niezastosowania danej zasady lub zmniejszenia ryzyka niezastosowania tej zasady w przyszłości.

W przywołanym już przykładzie spółka informowała „Zasada nie jest obecnie stosowana, ponieważ przewodniczący rady nadzorczej nie spełnia kryteriów niezależności. Emitent podejmie starania celem wdrożenia tej zasady w przyszłości”.

„Podjęcie w przyszłości starań celem wdrożenia zasady” nie stanowi w praktyce zobowiązania, co do usunięcia niezgodności. Brak jest przynajmniej terminu realizacji tych starań. Komentarz ten wydaje się być wybiegiem w celu wypełnienia wymogów regulaminu Giełdy, co do podania sposobu usunięcia skutków niezastosowania danej zasady. Tego typu sformułowania są nagminne w przesyłanych wyjaśnieniach.

W pozostałych przywołanych już komentarzach dotyczących niezależności członków komitetu audytu brak jest odniesienia do tego, jak jej brak wpływa na zdolność komitetu do realizacji celu zespołu zasad rozdziału II t.j. działania w interesie spółki oraz kierowania się w swoim postępowaniu niezależnością własnych opinii i osądów.

W odniesieniu do zasady dotyczącej zgody na zasiadanie w organach spółek spoza grupy kapitałowej, emitenci komunikują, że „zasiadanie członków zarządu spółki w zarządach lub radach nadzorczych spółek spoza grupy kapitałowej spółki nie wpływa negatywnie na funkcjonowanie Spółki”. Brak jest jednak rozwinięcia i wskazania, w jaki sposób potencjalny lub rzeczywisty konflikt interesów jest identyfikowany i eliminowany. W podanych przykładach brak jest informacji, w jaki sposób spółki zamierzają usunąć ewentualne skutki niezastosowania zasad.

Podobnie w poniższym, dosyć obszernym przykładzie: „Zasada nie jest stosowana. Przewodniczący Komitetu Audytu Rady Nadzorczej Emitenta nie spełnia kryteriów niezależności, o których mowa w zasadzie II.Z.4, głównie w związku z faktem powiązań z akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% głosów na Walnym Zgromadzeniu Emitenta. Według Emitenta fakt ten nie wpływa negatywnie na skuteczność monitorowania przez Komitet Audytu realizowanych w ramach Spółki funkcji kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, compliance, audytu wewnętrznego oraz wydawania przez jej członków bezstronnych opinii i sądów”.

Powiązanie tego typu może mieć wpływ na opinie i decyzje, a więc brak negatywnego wpływu nie musi być dla wszystkich oczywisty. Nadal brakuje opisu alternatywnych sposobów realizacji celu zaleceń (np. zabezpieczeń polegających na wskazaniu sytuacji, w których przewodniczący powinien wstrzymać się od głosu).

W odniesieniu do zasady dotyczącej polityki wynagrodzeń również znajdziemy przykłady bliskie modelowym, gdzie jednak brakuje opisu kroków, które będą podjęte w celu ograniczenia skutków braku stosowania zasady: „(...) do kompetencji Rady Nadzorczej zgodnie z Regulaminem Rady Nadzorczej należy ustalanie wynagradzania członków Zarządu Spółki oraz zasad wynagradzania innych członków kierownictwa Spółki. Rada Nadzorcza podejmuje uchwały w tym zakresie po rekomendacji Komitetu ds. wynagrodzeń. Spółka nie posiada polityki wynagrodzeń. Spółka stoi na stanowisku, że brak jest uzasadnienia dla przedkładania walnemu zgromadzeniu corocznie oceny funkcjonowania polityki wynagrodzeń. O ile w odniesieniu do rady nadzorczej faktycznie jest to uzasadnione, a wręcz konieczne, o tyle w przypadku zarządu spółek i ich pracowników nie ma potrzeby przedkładania walnemu zgromadzeniu tego dokumentu. Kompetencje w tym zakresie przypisane zostały w Kodeksie spółek handlowych radzie nadzorczej. **Najważniejsze kwestie w tym zakresie są ujmowane w raportach rocznych,**

zatem to, co jest szczególnie istotne jest upubliczniane. Spółka zwraca uwagę na możliwe niekorzystne skutki publikowania przez spółki w raporcie rocznym polityki wynagrodzeń ze wskazaniem przyjętego systemu wynagrodzeń, gdyż spowodować może to powstanie ryzyka naruszenia zasad, które w wielu przypadkach są de facto elementem tajemnicy przedsiębiorstwa i ułatwić konkurencyjnym podmiotom przejmowanie pracowników.”

Można się z tym wyjaśnieniem zgadzać lub nie, ale taki komentarz może stanowić punkt wyjścia do dyskusji podczas walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Jednak pomimo wyjątkowo – na warunki GPW – obszernego wyjaśnienia, zainteresowani nie uzyskają informacji, w jaki sposób akcjonariusze mogą upewnić się, że wynagrodzenia są adekwatne do zakresu odpowiedzialności i przede wszystkim wyników w krótkim i długim okresie.

Dobre przykłady

Z kilku opublikowanych przez spółki wyjaśnień możemy złożyć przykład jednego, modelowego, które mogłoby brzmieć następująco: „Aktualnie obowiązujące w Spółce dokumenty korporacyjne, w tym w szczególności Statut Spółki oraz Regulamin Rady Nadzorczej nie przewidują konieczności uzyskiwania przez członków Zarządu zgody na zasiadanie w zarządach lub radach nadzorczych spółek spoza grupy kapitałowej, chyba że stanowić to będzie podjęcie przez nich działalności konkurencyjnej. W takim przypadku członkowie Zarządu zobowiązani są, zgodnie z art. 380 KSH, do uzyskania zgody rady nadzorczej.

Spółka uznaje, że wprowadzenie na tym etapie tej zasady nie jest konieczne, uznając, że ograniczenie aktywności członków Zarządu tak długo, jak nie dotyczy ono aktywności na rzecz podmiotów konkurencyjnych, nie jest niezbędne dla zapewnienia prawidłowego działania Zarządu.

Niemniej jednak dotychczas w Spółce funkcjonowała praktyka, zgodnie z którą członkowie Zarządu Spółki informowali Radę Nadzorczą o powołaniu do pełnienia funkcji w organach spółek

nienależących do grupy kapitałowej Spółki. Ponadto, aktualny zakres aktywności zawodowej członków Zarządu jest również dostępnych na stronie internetowej Emitenta w postaci życiorysów zawodowych członków organów Spółki.

Zarząd i Rada Nadzorcza rozważą do końca 2017r. zasadność sformalizowania stosowanych, wyżej opisanych, praktyk. Pod uwagę brane będą potencjalne zagrożenia wynikające z nieograniczonej swobody członków Zarządu w zasiadaniu w organach spółek spoza grupy kapitałowej, nawet jeśli nie prowadzą one działalności konkurencyjnej dla Emitenta.”

We wstępie do DPSN 2016 zaznaczono, że Giełda będzie monitorować sposób wypełniania przez spółki zasad ładu korporacyjnego, przywiązując szczególną wagę do jakości wyjaśnień publikowanych w oparciu o zasadę *comply or explain*. Jeżeli DPSN mają spełnić swój cel, czyli pomóc spółkom w budowaniu ich reputacji i dobrych relacji z inwestorami, a ostatecznie umacniać atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego, jakość wyjaśnień musi ulec poprawie.

Na pewno warto podkreślić, że znakomita większość raportów o treści „nie przestrzegam” jest niemal w każdym przypadku opatrzona w systemie EBI wyjaśnieniem. To dobry sygnał, przy wszystkich naszych zastrzeżeniach opisanych powyżej. Na podstawie przeglądu jakości wyjaśnień oraz sygnałów płynących ze spółek wydaje się wielce pożądane opracowanie szczegółowych wskazówek, jak formułować wyczerpujące wyjaśnienia braku stosowania zasad DPSN.

Rekomendacje:

1. Aby wyjaśnienie do raportu „nie przestrzegam” było wyczerpujące i kompletne, powinno zawierać 3 kluczowe elementy:
 - a. przyczyny i okoliczności niestosowania zasady,
 - b. opis działań zastępczych, które powinny umożliwić realizację celu, dla którego określono daną zasadę,
 - c. informację o tym, jakie kroki spółka zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko niezastosowania tej zasady w przyszłości.
2. Spółka powinna opracować na potrzeby zespołu relacji inwestorskich jasne wytyczne dotyczące jakości wyjaśnień i publikowania ich w raporcie nt. ładu korporacyjnego.



Mirosław Kachniewski
Prezes Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

Analiza wyjaśnień przyczyn niestosowania DPSN pozwala podzielić spółki na 3 kategorie. Do pierwszej z nich należą podmioty stosujące zasadę „*comply or explain*”, czyli wyjaśniające (mniej lub bardziej przekonująco) przyczyny niestosowania danej praktyki. Druga kategoria kieruje się przestaniem „*comply or don't comply*” i należą do niej spółki, które „wyjaśniają”, że nie stosują, bo nie stosują. Trzecia wreszcie kategoria obejmuje emitentów, którzy przyjęli podejście „*don't comply and don't explain*”, czyli nie raportują pomimo niespełniania wymogów DPSN.

Choć z pozoru wygląda to niepoważnie, to trzeba jednak wziąć pod uwagę, iż takie postępowanie w przypadku mniejszych spółek ma głęboki sens w myśl logiki: „jakie zasady, takie stosowanie i takie wyjaśnianie”. Narzucenie małym i średnim spółkom (poza wieloma innymi wymogami związanymi z notowaniem na giełdzie) dodatkowych 20 rekomendacji, 47 zasad i 25 „podzasad”, często z ich perspektywy wyglądających na zaczerpnięte wprost z kosmosu, musiało się spotkać z taką reakcją, tym bardziej, że dla inwestorów raporty o (nie)stosowaniu DPSN nie mają żadnego znaczenia.

Analiza poziomu zgodności dla poszczególnych rozdziałów dobrych praktyk



I. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami

Przykazanie I

Spółka giełdowa dba o należyłą komunikację z inwestorami i analitykami, prowadząc przejrzystą i skuteczną politykę informacyjną. W tym celu zapewnia łatwy i niedyskryminujący nikogo dostęp do ujawnianych informacji, korzystając z różnorodnych narzędzi komunikacji.



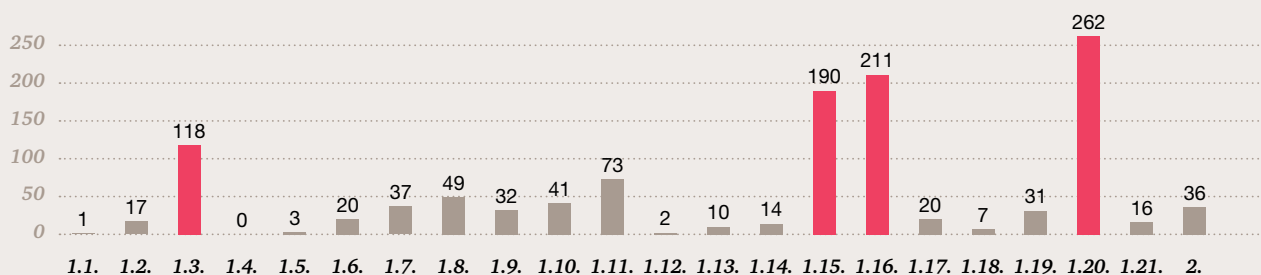
85% współczynnik zgodności dla tego rozdziału

317 spółek deklaruje nieprzestrzeganie przynajmniej jednej zasady z tego rozdziału

231 spółek deklaruje, że nie dotyczy ich któraś z trzech zasad: I.Z.1.10, I.Z.2 lub I.Z.1.16

Zasady zamieszczone w rozdziale I Dobrych Praktyk koncentrują się głównie na zawartości korporacyjnej strony internetowej, która w dzisiejszych czasach jest podstawowym źródłem informacji o spółce.

Ile spółek nie spełnia danych zasad?



Stosowanie się do czterech zasad sprawia spółkom wyraźnie większe problemy niż do pozostałych osiemnastu. Trzy z nich nie są stosowane przez ponad jedną trzecią spółek. Dotyczą one prowadzenia

korporacyjnej strony internetowej i zamieszczania na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu oprócz informacji wymaganych przepisami prawa:

Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada	Treść	Liczba spółek	
I.Z.1.20.	zapisu przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo	262	53,8%
I.Z.1.16.	informacji na temat planowanej transmisji obrad walnego zgromadzenia	211	43,3%
I.Z.1.15.	informacji zawierającej opis stosowanej przez spółkę polityki różnorodności w odniesieniu do władz spółki oraz jej kluczowych menedżerów	190	39,0%
I.Z.1.3.	schematu podziału zadań i odpowiedzialności pomiędzy członków zarządu, sporządzony zgodnie z zasadą II.Z.1	118	24,2%

Rejestracja i transmisja obrad walnego zgromadzenia

To najpowszechniej niestosowane zasady dobrych praktyk. W ocenie spółek zapewnienie równego dostępu do informacji oraz transparentności Spółki nie wymaga rejestrowania przebiegu obrad walnego zgromadzenia w postaci nagrań audio lub wideo ani ich transmisji. Spółki wskazują, że w ich ocenie publikacja uchwał walnego zgromadzenia na stronie internetowej jest wystarczająca. Brak takich nagrań nie powoduje ograniczenia dostępu do informacji dla akcjonariuszy Spółki. Emitenci poruszają też kwestię kosztów związanych z rejestracją przebiegu obrad, koniecznością zapewnienia odpowiedniej infrastruktury technicznej, czy też brakiem zainteresowania akcjonariuszy tą formą prezentacji przebiegu obrad.

Sporadycznie komunikowane są obawy dotyczące możliwości naruszenia praw przedstawicieli akcjonariuszy w przypadku braku ich zgody na rejestrowanie przebiegu obrad. Część spółek nie wyklucza, że w przyszłości wprowadzi tą zasadę do stosowania, jeśli tego typu oczekiwania zostaną wyartykułowane przez akcjonariuszy Spółki.

Spółki informują też o niestosowaniu zasady dotyczącej zamieszczania na stronie internetowej informacji na temat planowanej transmisji obrad walnego zgromadzenia.

Należy przy tym zwrócić uwagę, że zasada ta formułuje **jedynie obowiązek zamieszczenia na stronie internetowej informacji, czy transmisja obrad będzie prowadzona, czy też nie**. Spółki, które nie przewidują transmisji obrad zgromadzenia, mogą stosować tą zasadę zamieszczając każdorazowo informację o tym, że transmisja nie będzie prowadzona. Powyższa statystyka niestosowania tej zasady wynika więc prawdopodobnie w dużej mierze z niezrozumienia treści wymogu.

Polityka różnorodności

Jest to nowy temat, do tej pory nieporuszany w Dobrych Praktykach. **Warto przypomnieć, że chodzi tu o szeroko rozumianą różnorodność w kontekście: wieku, doświadczeń, kompetencji, narodowości, a nie tylko płci**. W większości komentarzy spółki informują, że przy zatrudnieniu kierują się wiedzą, kompetencjami i doświadczeniem oraz że nie dyskryminują nikogo ze względu na płeć, czy wiek. Wśród najczęstszych komentarzy spółki wskazują, że nie opracowały polityki różnorodności przy wyborze organów spółek. Zdaniem niektórych zasada ta nie może być stosowana, gdyż o obsadzie stanowisk we władzach decyduje walne zgromadzenie akcjonariuszy lub rada nadzorcza, a one nie określiły innych kryteriów.

W przypadku zasad I.Z.15 i I.Z.1.16, które dotyczą zamieszczania na stronie internetowej informacji na temat polityki różnorodności i transmisji obrad WZ, **warto wskazać, że zdecydowana większość komentarzy o niestosowaniu wskazuje, że spółka nie zamieszcza na stronie tych informacji, bo nie posiada polityki różnorodności/nie przeprowadza transmisji**.

Podział zadań i odpowiedzialności pomiędzy członków zarządu

Zasada ta jest powiązana z zasadą II.Z.1., która jest omówiona w części poświęconej rozdziałowi II Zarząd i Rada Nadzorcza.

Najczęstsze błędy w komentarzach spółek polegają na **wskazywaniu stosowania zasady z jednoczesnym odsyłaniem do innych dokumentów na stronie**.

Warto więc przypomnieć, że zasady dotyczące zawartości korporacyjnej strony internetowej wymagają zamieszczenia informacji „w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu”, co wynika bezpośrednio z treści zasady I.Z.1. Zatem odsyłanie do treści opublikowanych przez spółkę raportów czy innych materiałów nie stanowi wypełniania idei tej grupy zasad, jaką jest **zapewnienie inwestorom szybkiego, efektywnego dostępu do informacji na temat spółki**.



Janusz Sochański

Dział Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., odpowiedzialny na GPW za tematykę związaną z Dobrymi Praktykami w spółkach giełdowych.

Analiza raportów spółek w zakresie rozdziału I wskazuje, że wiele spółek podjęło wysiłki dostosowania zawartości stron internetowych do nowych wymogów Dobrych Praktyk 2016. Warto jednak, by opublikowane rok temu komentarze wskazujące na przebudowę strony internetowej czy też informujące o pracach mających na celu dostosowanie jej treści do wymogów Dobrych Praktyk zostały zaktualizowane, a spółki, które złożyły deklaracje zapewnienia zgodności zawartości stron internetowych z zasadami DPSN wypełniły w praktyce złożone w tym zakresie obietnice.

Rekomendacje:

1. Właściwe rozumienie i interpretacja zasad pozwolą na lepsze wypełnianie obowiązku informacyjnego. Jeśli na przykład zasada mówi o zamieszczeniu informacji – w przypadku jej nie przestrzegania należy wyjaśnić, dlaczego takiej informacji nie ma na stronie internetowej i w jaki inny sposób zapewniony został inwestorom dostęp do wiedzy na dany temat.
2. Należy unikać wskazywania stosowania zasady i jednocześnie odwoływania się do innych dokumentów zamieszczonych na stronie. Zasady dotyczące zawartości korporacyjnej strony internetowej wymagają zamieszczenia informacji „w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu” tak, aby spełniały cel zasady, jakim jest zapewnienie inwestorom szybkiego, efektywnego dostępu do informacji na temat spółki.
3. Jeśli zasada mówi o zamieszczeniu opisu polityki różnorodności – oznacza to, że w wyodrębnionym miejscu na stronie www spółki inwestorzy powinni być w stanie znaleźć opis podstawowych zasad, jakimi spółka kieruje się w danym obszarze, w tym przypadku przy zatrudnianiu osób na wyższe stanowiska kierownicze w firmie. Nie ma wymogu publikowania oficjalnego dokumentu, którym jest polityka różnorodności. Opis stosowanej w spółce praktyki w tym zakresie jest wystarczający. Intencją tej zasady jest zwiększenie różnorodności osób pełniących funkcje w organach spółki i na stanowiskach kierowniczych zgodnie z założeniem, że zdywersyfikowany zespół osiąga lepsze efekty.
4. Zamieszczony na stronie internetowej spółki, schemat podziału zadań i odpowiedzialności pomiędzy członków zarządu, o którym mowa w zasadzie II.Z.1, ma dać akcjonariuszom i potencjalnym inwestorom podstawę do oceny wagi poszczególnych członków zarządu i praktycznego znaczenia zmian dokonywanych w jego składzie*.



dr hab. Sebastian Buczek
Prezes Zarządu Quercus TFI S.A.

Quercus pracuje na rynku finansowym, giełdowym, stąd poziom wiedzy pracowników spółki odnośnie prawidłowych standardów jest bardzo wysoki. Świadomość i zrozumienie dobrych praktyk wynikają z doświadczenia kadry, która często wywodzi się ze środowisk regulatorów, związanych z rynkiem kapitałowym, takich instytucji jak np. Komisja Nadzoru Finansowego.

W przypadku spółki Quercus są dwa obszary, w których stosujemy zasadę adekwatności. Pierwszy dotyczy możliwości zdalnego głosowania podczas WZA – ze względów technicznych i finansowych oraz z powodu braku racjonalnego uzasadnienia, akcjonariusz może słuchać posiedzenia zdalnie, nie może głosować. Drugi związany jest z jednym z elementów różnorodności. Zarząd Quercus od kilkunastu lat działa w tym samym składzie, na pewno nie będzie w nim zmian, dlatego kobiety w zarządzie się na razie nie pojawiają.

Pełna zgodność z dobrymi praktykami nie jest kapitałochłonna. Drogie jest doświadczenie, a największym kosztem jest nakład pracy, związanej z wdrożeniem odpowiednich rozwiązań i procedur, zapewniających spółce zgodność. Natomiast, jeśli koszty stosowania są zbyt wysokie i nie są uzasadnione, to wtedy spółka nie decyduje się na wdrożenie danej zasady.



Piotr Cieślak

Wiceprezes Zarządu

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Pierwszy rozdział Dobrych Praktyk jest zbiorem zasad oraz rekomendacji, których stosowanie powinno być standardem w przypadku każdej spółki publicznej. Rozdział ten odnosi się bowiem do polityki informacyjnej i komunikacji z inwestorami. Spółki po to decydują się na debiut na giełdzie, aby pozyskać kapitał, godząc się jednocześnie na obowiązek podlegania pod liczne przepisy i regulacje przypisane podmiotom publicznym. Z kolei inwestor powierzając spółce swój kapitał, bądź nabywając akcje na rynku wtórnym oczekuje, że bezpieczeństwo jego inwestycji zwiększać będzie m.in. najwyższa dbałość zarządu o jakość komunikacji i transparentność firmy, której zaufa. Inwestor lokując swój kapitał w akcjach oczekuje także właściwej stopy zwrotu, a bardzo **wysoka jakość komunikacji w bezpośredni sposób (oczywiście obok decyzji biznesowych i sytuacji finansowej firmy) wpływa także na pozytywne postrzeganie spółki przez uczestników rynku, na płynność notowanych akcji, a w konsekwencji pozwala na uzyskanie bardziej efektywnej wyceny spółki, a nierzadko także istotnej premii za wysoką transparentność i dobre relacje inwestorskie.** Oczywiście odmienna sytuacja występuje w firmach, które są na bakier z przejrzystą i otwartą polityką informacyjną. Takie podmioty często na lata popadają w niełaskę zarówno inwestorów indywidualnych, jak i finansowych. Stąd też dla każdej spółki publicznej rozdział I Dobrych Praktyk powinien być absolutnym standardem i podstawą przy formułowaniu wyjściowych zasad przejrzystej polityki informacyjnej.

Zmiany wprowadzone w 2016 r. do Kodeksu Dobrych Praktyk w obszarze komunikacji z akcjonariuszami są oczywiście korzystne dla inwestorów giełdowych. Wprowadzono do tego rozdziału wiele rekomendacji i zasad, dzięki którym znacząco powinna się poprawić transparentność spółki. Warunek jest oczywiście jeden, mianowicie, aby tak się stało **spółki** nie mogą bać się otwartości, nie mogą bać się dodatkowej pracy, **muszą zrozumieć, w jakiej roli funkcjonują na rynku** i muszą zrozumieć, że akcjonariusze i potencjalni inwestorzy są kluczowym ogniwem obecności firmy w obrocie publicznym i kluczowym ogniwem jej rozwoju.

Statystyki wskazują natomiast, że najwięcej spółek nie stosowało w 2016 r. zasady dotyczącej publikacji na własnej stronie internetowej zapisu z przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo. Na drugim miejscu wśród najrzadziej stosowanych zasad znalazła się publikacja informacji o planowanej transmisji obrad walnego zgromadzenia. W pierwszym przypadku szczególnie zaskakujące jest to, że tak dużym wyzwaniem, a zarazem problemem dla spółek jest publikacja choćby samego **nagrania audio z obrad WZA**. Takie nagranie, w odróżnieniu od formy wideo po pierwsze praktycznie **nie wiąże się z żadnymi kosztami**, a po drugie daje inwestorom dostęp do **rzetelnego przekazu z walnych zgromadzeń, które nierzadko rozstrzygają o kluczowych obszarach funkcjonowania firmy**. Podobnie trudno zrozumieć, że dla dziesiątek spółek problem stanowi publikacja informacji na temat strategii, zestawienia wybranych danych za ostatnie 5 lat, a dla części z nich nawet publikacja elementarnej informacji na temat składu zarządu i rady nadzorczej, ich życiorysów i informacji na temat spełniania kryterium niezależności. Pozostaje wierzyć i oczekiwać, że 2017 r. przyniesie poprawę w zakresie wypełniania danych zasad, jak również poprawę w stosowaniu rekomendacji zawartych w tym rozdziale, choćby tych dotyczących terminu publikacji raportu okresowego.



Mirosław Kachniewski

Prezes Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

Analizą objęte są deklaracje spółek, nie zaś rzeczywiste spełnianie konkretnych zasad, stąd wnioski niekoniecznie muszą być prawidłowe. Niemniej, opierając się na tych danych, wskazać należy, iż w sferze deklaracji spółki najczęściej nie przestrzegają zasady wymagającej publikacji na swych stronach internetowych zapisu audio lub video z przebiegu WZA (i – niejako w powiązaniu – informacji na temat planowanej transmisji walnego). Jako uzasadnienie emitenci wskazują głównie kwestie techniczne i kosztowe, choć rzeczywistą przyczyną jest prawdopodobnie niechęć do publikacji przebiegu walnego.

Drugim ważnym obszarem jest kwestia polityki różnorodności – widać tu wyraźnie, iż dla 1/3 spółek stworzenie takiego dokumentu jest dużym wyzwaniem. Dla mnie istotniejsze od przytoczonych statystyk jest to, w ilu spośród pozostałych 321 emitentów publikowany jest opis stosowanej polityki różnorodności, a ilu zwyczajnie nie poinformowało o niestosowaniu tej zasady.

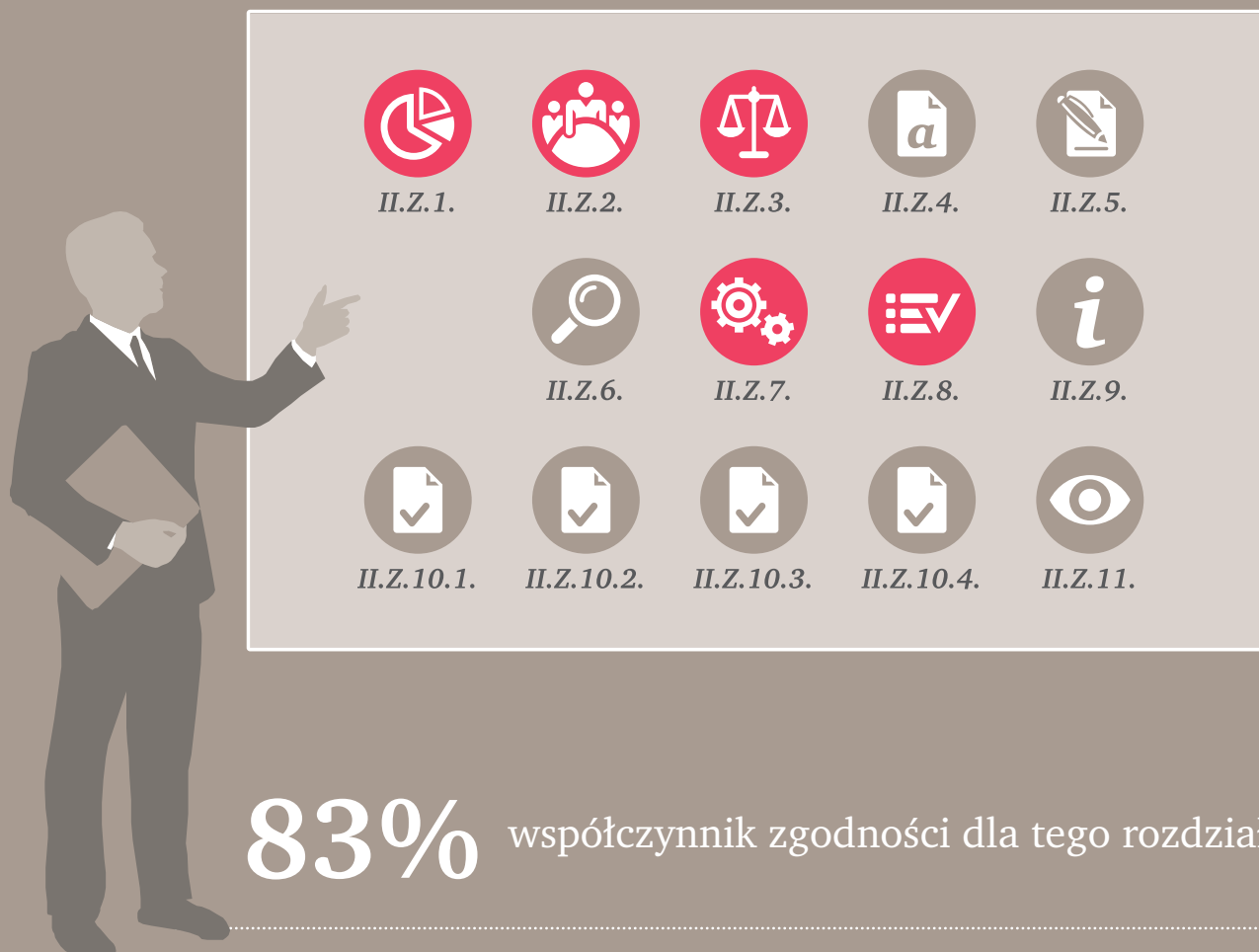


II. Zarząd i Rada Nadzorcza

Przykazanie II

Spółką giełdową kieruje zarząd, jego członkowie działają w interesie spółki i ponoszą odpowiedzialność za jej działalność. Do zarządu należy w szczególności przywództwo w spółce, zaangażowanie w wyznaczanie jej celów strategicznych i ich realizacja oraz zapewnienie spółce efektywności i bezpieczeństwa.

Spółka jest nadzorowana przez skuteczną i kompetentną radę nadzorczą. Członkowie rady nadzorczej działają w interesie spółki i kierują się w swoim postępowaniu niezależnością własnych opinii i osądów. Rada nadzorcza w szczególności opiniuje strategię spółki i weryfikuje pracę zarządu w zakresie osiągania ustalonych celów strategicznych oraz monitoruje wyniki osiągnięte przez spółkę.



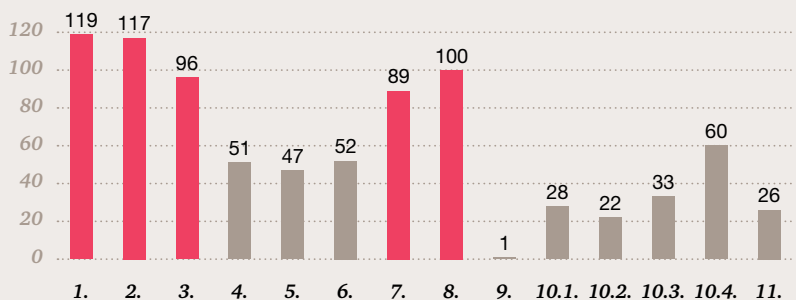
83% współczynnik zgodności dla tego rozdziału

252 spółki deklarują nieprzestrzeganie przynajmniej jednej zasady z tego rozdziału

76 spółek uważa, że zasada II.Z.8 ich nie dotyczy

Zasady tego rozdziału nie stanowią nowości w stosunku do poprzedniej wersji Dobrych Praktyk. Jednocześnie stanowią fundament ładu korporacyjnego i należałoby oczekiwać od spółek dużego poziomu zgodności z nimi.

Ile spółek nie spełnia danych zasad?



Wcześniejsze redakcje Dobrych praktyk (2002, 2005, 2008) pogłębiały przewidziany w polskim prawie ścisły rozdział zarządu i rady nadzorczej w spółce akcyjnej, odrębnie traktowały obszary działania zarządu i rady. Dopiero obecna redakcja ujmuje je w jednym rozdziale – zasadzie podstawowej, co powinno ułatwić stosowanie wskazówek płynących z Dobrych praktyk 2016*.

Rozdział zawiera jedenaście zasad o dość wyrównanym poziomie stosowania. Tym niemniej, można wyodrębnić pięć, których stosowanie sprawia spółkom największą trudność.

Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada Treść

Liczba spółek

II.Z.1.	Wewnętrzny podział odpowiedzialności za poszczególne obszary działalności spółki pomiędzy członków zarządu powinien być sformułowany w sposób jednoznaczny i przejrzysty, a schemat podziału dostępny na stronie internetowej spółki.	119	24,4%
II.Z.2.	Zasiadanie członków zarządu spółki w zarządach lub radach nadzorczych spółek spoza grupy kapitałowej spółki wymaga zgody rady nadzorczej.	117	24%
II.Z.8.	Przewodniczący komitetu audytu spełnia kryteria niezależności wskazane w zasadzie II.Z.4.	100	20,5%
II.Z.3.	Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej spełnia kryteria niezależności, o których mowa w zasadzie II.Z.4.	96	19,7%
II.Z.7.	W zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej zastosowanie mają postanowienia (...) Zalecenia Komisji Europejskiej. W przypadku gdy funkcję komitetu audytu pełni rada nadzorcza, powyższe zasady stosuje się odpowiednio.	89	18,3%

Wewnętrzny podział odpowiedzialności w zarządzie

Zasada wymaga od spółek jednoznacznego i przejrzystego podziału odpowiedzialności w zarządzie i przedstawienia takiego podziału – schematu – na stronie internetowej spółki. W tym kontekście aż trudno uwierzyć, że ponad 20% spółek notowanych na warszawskiej giełdzie ma problemy z tą zasadą i nie istnieją w nich formalne schematy podziału zadań i odpowiedzialności pomiędzy członków Zarządu. Spółki wyjaśniają niestosowanie tej zasady w różny sposób, dodając między innymi, że mimo braku formalnego schematu, poszczególni członkowie Zarządu mają jednoznacznie i przejrzyste określone obszary kompetencji. Można spotkać również komentarz, mówiący o tym, że „członkowie zarządu zostali powołani przez radę nadzorczą spółki bez wskazywania zakresu zadań i odpowiedzialności, co do każdego z nich. Sprawy spółki prowadzone są przez członków zarządu zgodnie z ogólnymi normami wynikającymi z przepisów prawa powszechnie obowiązującego. Zarząd spółki przyjął wewnętrzny podział odpowiedzialności członków zarządu za poszczególne obszary działalności spółki.” Na podstawie tego wyjaśnienia należałoby przypuszczać, że nie istnieje żaden podział zadań i odpowiedzialności w zarządzie, w co trudno uwierzyć.

Udział członków władz w organach innych spółek

Zasada ta wydaje się być oczywista, gdyż poza ryzykiem działalności konkurencyjnej chodzi o to, aby członkowie władz spółki poświęcali na swoją działalność w spółce wystarczającą ilość czasu, nie dzieląc go pomiędzy zbyt wiele różnych funkcji. Mimo to ponad jedna piąta spółek jej nie stosuje. W komentarzach spółki informują, że takiej zgody (ze strony rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia) wymaga jedynie podjęcie działalności konkurencyjnej. W ocenie niektórych spółek stosowanie tej zasady stanowiłoby naruszenie

oraz ograniczenie prywatności członków zarządu. Jednocześnie część spółek informuje o tym, że planuje dostosowanie się do tej zasady w przyszłości.

W zdecydowanej większości spółki tłumaczą niestosowanie tej zasady brakiem odpowiednich regulacji wewnętrznych w tym zakresie.

Niezależność członków rady nadzorczej

Udział członków niezależnych w składzie rady był przez ostatnie lata szeroko dyskutowany. Nadal jednak prawie 20% spółek deklaruje nieprzestrzeganie tej zasady. Niektóre komentarze ograniczają się jedynie do informacji, że członków rady nadzorczej powołuje walne zgromadzenie. Część spółek nie widzi potrzeby uwzględniania kryterium niezależności, tak długo jak stosowane są inne, takie jak wiedza i doświadczenie. Dla niektórych spółek wątpliwości budzi samo pojęcie „niezależności”.

W odniesieniu do niezależności przewodniczącego komitetu audytu, często podawanym powodem niestosowania tej zasady jest brak stosowania zasady dotyczącej niezależności członków rady nadzorczej lub brak wyodrębnionego komitetu audytu. W związku z nadchodzącymi zmianami prawnymi, związanymi z wejściem w życie nowej ustawy o biegłych rewidentach*, takie wyjaśnienie nie będzie już wystarczające.

Zadania i funkcjonowanie komitetów działających w radzie nadzorczej

Komentarze spółek odnoszące się do tej zasady, najczęściej mówią o tym, że funkcje komitetu audytu pełni cała rada nadzorcza lub że w ramach rady nie powołano żadnych komitetów. Emitenci raportują też, iż zasada jest stosowana częściowo, czyli w radzie działa jedynie komitet audytu. Takie komentarze zamieściło 57 spółek, które deklarują przestrzeganie tej zasady.

Co ciekawe również spółki, które deklarują nieprzestrzeganie zasady II.Z.7, piszą w swoich wyjaśnieniach to samo, co emitenci deklarujący jej przestrzeganie. Wydaje się to świadczyć o braku dobrego zrozumienia przez spółki tych wymogów. Zasada odwołuje się w tym zakresie do załącznika I Zaleceń Komisji Europejskiej 2005/162/WE z dnia 15 lutego 2005 roku. Być może doprecyzowanie wymogów bezpośrednio w zasadzie doprowadziłoby do bardziej spójnego interpretowania tej zasady przez spółki, co pozwoliłoby poznać „prawdziwy” poziom jej stosowania.

Za niewątpliwie pozytywne zjawisko należy uznać komentarze, w których spółki deklarują większe zaangażowanie rad nadzorczych, w szczególności w odniesieniu do zasad dotyczących oceny przez rady nadzorcze kryteriów niezależności członków rad, czy też **nowych obowiązków rad w zakresie oceny sposobu wypełniania przez spółkę obowiązków informacyjnych dotyczących zasad ładu korporacyjnego**. Miejmy nadzieję, że zgodnie z deklaracjami spółek rady nadzorcze wywiążą się z nowych obowiązków przedstawiając walnym zgromadzeniom informacje w tym zakresie.

Zasady rozdziału II dotyczące funkcjonowania komitetów (II.Z.7) oraz ocen, jakie rada nadzorcza powinna przedstawiać Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy (II.Z.10.2-4) należą również do najczęściej komentowanych zasad. W swoich raportach spółki komentują też licznie zasadę III.Z.5, która mówi o odpowiedzialności rady nadzorczej za monitorowanie systemów i funkcji wewnętrznych. Zasada mówi o tym, iż zarząd i osoby odpowiedzialne za poszczególne funkcje powinny przekazywać radzie nadzorczej okresowo oceny systemów i funkcji wewnętrznych, a Rada Nadzorcza co roku powinna zaprezentować ocenę w tym zakresie Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Spółki w swoich komentarzach najczęściej potwierdzają stosowanie tej zasady lub deklarują wprowadzenie jej stosowania od 2016 roku. Blisko 70 spółek zadeklarowało w swoich komentarzach, że już stosuje albo zastosuje od 2016 roku zasady II.Z.10.2–4. Oznacza to, że Rada Nadzorcza ocenia lub będzie oceniała sposób wypełniania obowiązków informacyjnych dotyczących stosowania zasad ładu korporacyjnego w spółce. Będzie również przygotowywała sprawozdanie z działalności wedle wymogów DPSN oraz oceni politykę sponsoringową. Realizację tych deklaracji spółki zapowiadają w raportach rocznych.

Rekomendacje:

1. Należy rozważyć doprecyzowanie definicji niezależności, tak aby zasada miała jednoznaczne, zrozumiałe brzmienie.
2. Rady nadzorcze powinny dostrzec swoją rolę w kwestiach związanych z funkcjonowaniem w spółce systemów wewnętrznych, czy też sposobem wypełniania przez spółkę obowiązków informacyjnych dotyczących zasad Dobrych Praktyk, przede wszystkim ze względu na odpowiedzialność za coroczną ocenę tego obszaru.
3. Wciąż bardzo dużym problemem pozostaje kwestia niezależności członków rad nadzorczych, kwestia deklaracji w zakresie podziału odpowiedzialności w zarządzie oraz wdrożenie procedury akceptacji przez radę nadzorczą pełnienia funkcji kierowniczych w spółkach spoza grupy kapitałowej przez członków zarządu czy rady nadzorczej. Rady nadzorcze powinny zastanowić się nad skutecznymi rozwiązaniami w tym zakresie.

**Zofia Dzik**

Członek Rady Nadzorczej PKP CARGO, ERBUD i InPost
Członek Rady Ekspertów Forum Rad Nadzorczych

Poziom spełnienia przez Spółkę standardów w zakresie udziału w radach niezależnych członków jest w mojej ocenie barometrem odzwierciedlającym percepcję faktycznej roli rady nadzorczej przez właścicieli. Ale jest to również przestrzeń do zagospodarowania przez samych niezależnych członków rad, którzy będą tworzyć standardy tej profesji na naszym rynku, przestrzegając oprócz typowych wymogów związanych z zaangażowaniem kapitałowym np. zasad przeciwdziałających familiaryzacji, jak np. zasady maksymalnej liczby kadencji w radzie, która pozwala na utrzymanie statusu niezależnego członka.

Warto dodać, iż w kwestii wymogu niezależności przewodniczącego komitetu audytu, wiele wskazuje na to, iż obecne zasady wynikające z Dobrych Praktyk obowiązujące spółki na bazie comply or explain staną się wkrótce wymogiem prawnym (nowy projekt ustawy o biegłych rewidentach), co z pewnością wpłynie na statystyki niezależności w przyszłorocznym zestawieniu.

Rok 2016 jest pierwszym rokiem wdrożenia Dobrych Praktyk GPW. Sprawdzianem z pewnością będzie pierwsze sprawozdanie za 2016 rok, które nakłada na rady nadzorcze szereg nowych obowiązków. Dla wielu rad z pewnością dopiero ten punkt w czasie, a nie data z początku 2016 roku związana z zaraportowaniem zakresu spełniania zasad ładu, może być momentem refleksji i faktycznego podejścia do Dobrych Praktyk.

**Piotr Cieślak**

Wiceprezes Zarządu
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

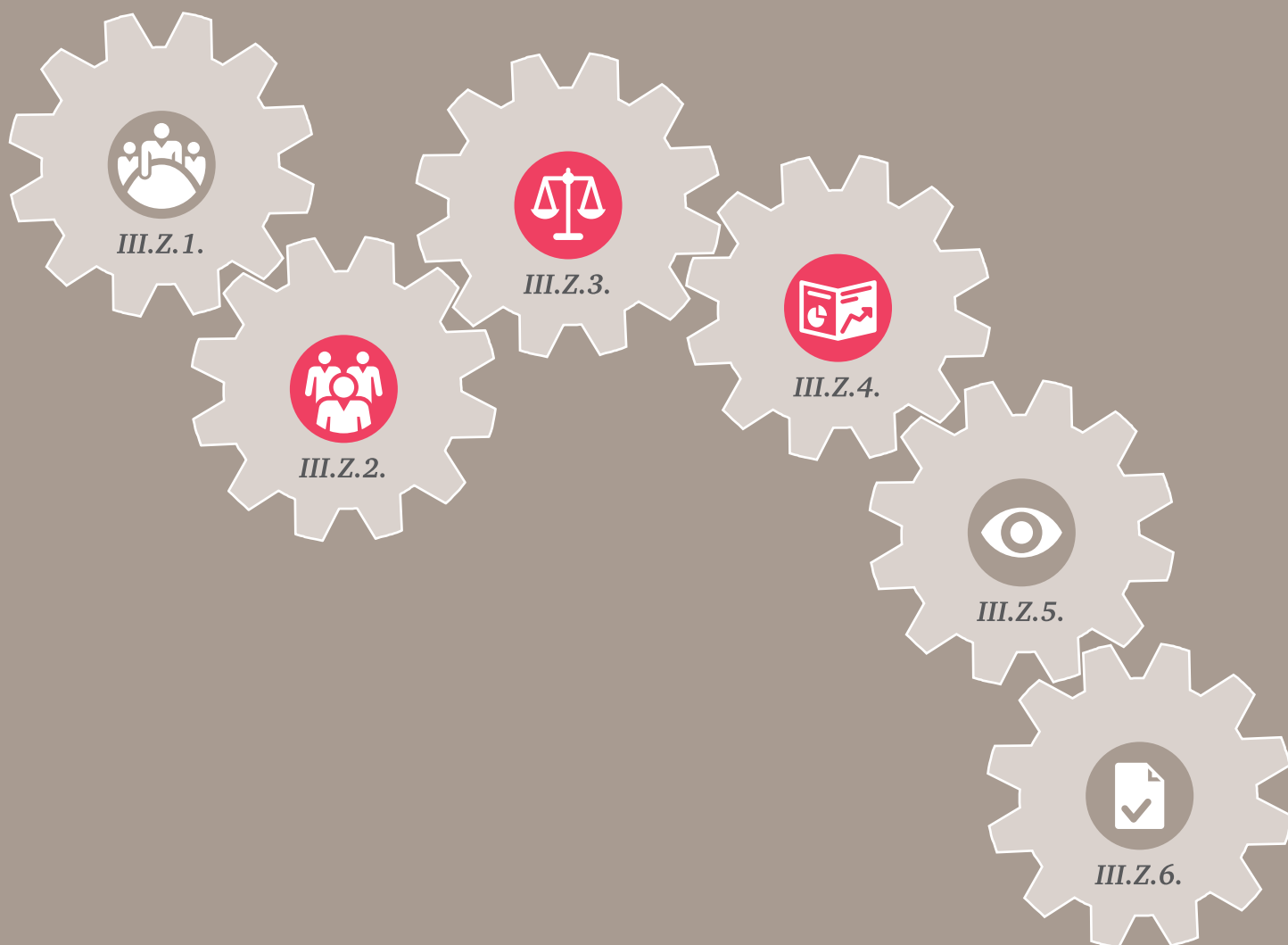
Zapisy II rozdziału Kodeksu Dobrych Praktyk, podobnie zresztą jak pozostałych rozdziałów, są wypadkową kompromisu środowiska rynkowego, jak również podmiotów i instytucji funkcjonujących na tym rynku. Celem tej zmiany było m.in. podniesienie jakości nadzoru w spółkach giełdowych i sądzę, że obecne zapisy ładu ten cel wypełniają.



III. Systemy i funkcje wewnętrzne

Przykazanie III

Spółka giełdowa utrzymuje skuteczne systemy: kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem oraz nadzoru zgodności działalności z prawem (compliance), a także skuteczną funkcję audytu wewnętrznego, odpowiednie do wielkości spółki i rodzaju oraz skali prowadzonej działalności.



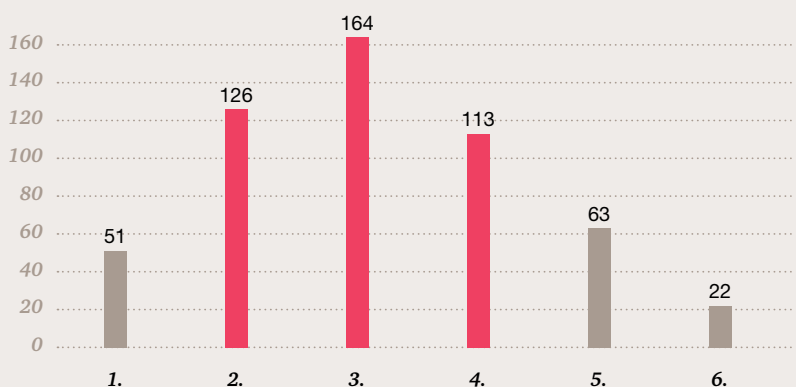
75% współczynnik zgodności dla tego rozdziału

188 spółek deklaruje nieprzestrzeganie przynajmniej jednej zasady z tego rozdziału

53 spółki uznały, że zasada III.Z.6 ich nie dotyczy

Celem zasad określonych w rozdziale trzecim jest to, aby spółka giełdowa utrzymywała skuteczne systemy i funkcje wewnętrzne, odpowiednie – **adekwatne** – do wielkości spółki i rodzaju oraz skali prowadzonej działalności. Ale nie jest to cel sam w sobie – **systemy te i funkcja audytu wewnętrznego mają wspierać Zarząd i Radę Nadzorczą w wykonywaniu ich obowiązków, a tym samym pośrednio wpływać na wartość spółek.**

Ile spółek nie spełnia danych zasad?



Tematyka tego obszaru była symbolicznie poruszona we wcześniejszych wydaniach Dobrych Praktyk. Obecna dynamika otoczenia biznesowego i regulacyjnego powoduje, że zarówno regulatorzy, jak i same spółki w coraz większym stopniu przywiązują wagę do systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem. Zostało to odzwierciedlone w nowych dobrych praktykach. Wydaje się, że najlepiej rozumiany i najbardziej dojrzały jest obszar audytu wewnętrznego. Pozostałe funkcje występują w sposób sformalizowany jedynie w największych organizacjach.

Przyjrzyjmy się stosowaniu zasad Rozdziału III z bliska.

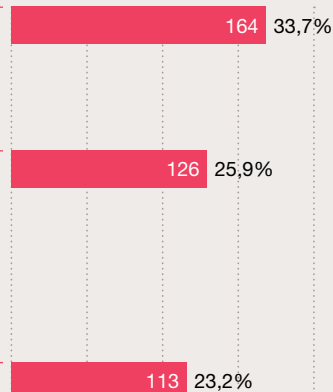
Rozdział zawiera tylko sześć zasad, ale ich stosowanie sprawia spore trudności. Z analizy wynika, że szczególnie uciążliwe dla spółek są poniższe trzy:

Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada Treść

Liczba spółek

- III.Z.3.** W odniesieniu do osoby kierującej funkcją audytu wewnętrznego i innych osób odpowiedzialnych za realizację jej zadań zastosowanie mają zasady niezależności (...)
- III.Z.2.** Z zastrzeżeniem zasady III.Z.3, osoby odpowiedzialne za zarządzanie ryzykiem, audyt wewnętrzny i compliance podlegają bezpośrednio prezesowi lub innemu członkowi zarządu, a także mają zapewnioną możliwość raportowania bezpośrednio do rady nadzorczej lub komitetu audytu.
- III.Z.4.** Co najmniej raz w roku osoba odpowiedzialna za audyt wewnętrzny (w przypadku wyodrębnienia w spółce takiej funkcji) i zarząd przedstawiają radzie własną ocenę skuteczności funkcjonowania systemów i funkcji.



Przed analizą zasad szczegółowych warto zwrócić uwagę na brzmienie rekomendacji, w której zawarta jest zasada adekwatności. Mówi ona, że „Spółka wyodrębnia w swojej strukturze jednostki odpowiedzialne za realizację zadań w poszczególnych systemach lub funkcjach, chyba że wyodrębnienie jednostek organizacyjnych **nie jest uzasadnione z uwagi na rozmiar lub rodzaj działalności prowadzonej przez spółkę**”. Zasada adekwatności ma być furtką dla mniejszych spółek, w których tworzenie osobnych struktur nie jest uzasadnione. Widzimy jednak sporą rozbieżność w sposobie jej interpretacji. Wiele spółek wskazuje zgodność w przypadku braku ich wyodrębnienia, uznając słusznie, że rozmiar i rodzaj działalności nie uzasadniają formalnego wyodrębnienia w strukturze. Inne spółki, w identycznej sytuacji, wskazują brak zgodności „na wszelki wypadek” – wynika to z pewnej ostrożności spółek względem całkiem nowego rozdziału Dobrych Praktyk. Największym problemem jest jednak nadużywanie zasady adekwatności lub po prostu nie przestrzeganie zapisów Rozdziału III. Istnieją grupy kapitałowe z wielomiliardowymi przychodami, działające na kilkunastu rynkach, w tym poza Europą, w których nie istnieje audyt wewnętrzny i nie ma sformalizowanych funkcji zarządzania ryzykiem i compliance. Rolą inwestorów i rad nadzorczych, powinno być nietolerowanie tego typu wyjaśnień i doprowadzenie do zmiany istniejącego stanu rzeczy.

Analiza komentarzy spółek do rozdziału III Dobrych Praktyk wskazuje również na błędną interpretację istoty zasady III.Z.1. Zasada ta wskazuje na wiodącą rolę zarządu spółki giełdowej we wdrożeniu i utrzymaniu systemów i funkcji wewnętrznych, natomiast **komentarze spółek tłumaczące brak stosowania tej zasady odnoszą się błędnie do sposobu funkcjonowania tych systemów, a nie roli zarządu spółki w tym zakresie**. Spółki raportują więc między innymi, że: czynności te wykonywane są w ramach każdego z pionów organizacyjnych, większość procesów systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem

zostało zautomatyzowanych lub też za zarządzanie ryzykiem, audyt wewnętrzny i compliance odpowiada Komitet Audytu. Komentarze te wskazują nadal na brak zrozumienia, czym te systemy i funkcją są i jakie zadania powinny pełnić.

Komentarze dotyczące pozostałych zasad szczegółowych w dużej mierze są konsekwencją podejścia do rekomendacji i zasady Z.III.1. I tak:

- W odniesieniu do zasady Z.III.2 spółki bardzo często raportują brak zgodności, ze względu na brak wyodrębnienia systemów i funkcji lub brak dostępu do komitetu audytu. Niestety, pojawiają się również komentarze wskazujące na brak zrozumienia istoty tematu – czyli na przykład, iż to komitet audytu odpowiedzialny jest za systemy i funkcje wewnętrzne, stąd nie może być podległy zarządowi, lub to podmioty świadczące usługi prawne lub audytu mają dostęp do komitetu audytu.
- Brak powołania funkcji audytu wewnętrznego jest najczęstszą przyczyną braku stosowania zasady III.Z.3., co jest zrozumiałe. Zidentyfikowano jednak szereg komentarzy sprzecznych z ideą zasady, takich jak na przykład wskazanie, iż funkcję audytu wewnętrznego pełni dział kontrolingu (który z oczywistych względów nie może być niezależny), odniesienie do komitetu audytu, jako pełniącego funkcję audytu wewnętrznego i jego niezależności (podczas gdy komitet audytu powinien nadzorować działalność takiej funkcji i w żaden sposób nie jest z nią tożsamy).
- Analiza komentarzy dotyczących zasady Z.III.4 również wskazuje na brak stosowania ze względu na brak formalnego wyodrębnienia funkcji audytu wewnętrznego. Brak jednak jest zrozumienia idei zapisu, który wymaga sporządzenia osobnej oceny przez zarząd spółki i kierującego audytem wewnętrznym w celu jej przedstawienia radzie nadzorczej. Kilka komentarzy wskazuje na kuriozalną argumentację braku dostosowania regulacji

wewnętrznych, jako powodu braku zgodności (np. Regulamin Rady Nadzorczej nie przewiduje obowiązku odbierania oceny skuteczności funkcjonowania systemów i funkcji, o których mowa w zasadzie III.Z.1.). Są to jednak na szczęście komentarze odosobnione. Z naszych doświadczeń wynika, że jakość sprawozdań i ocen jest często bardzo niska. Istnieją spółki, które przeprowadzają osobne zadania audytowe w celu przeprowadzenia co roku takiej oceny. Większość spółek przedstawia takie oceny i sprawozdania niejako „z marszu” bez zbytnej refleksji.





Janusz Sochański

Dział Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.,
odpowiedzialny na GPW za tematykę związaną z Dobrymi Praktykami w spółkach giełdowych.

Podsumowując więc – z jednej strony stopień akceptacji zasad z rozdziału III Dobrych Praktyk można oceniać jako niski w porównaniu do zasad zamieszczonych w pozostałych rozdziałach, z drugiej strony należy pamiętać, że **rozdział ten dotyczy materii, w której wiele spółek giełdowych nie ma wciąż ugruntowanej wiedzy i doświadczenia**. Tym bardziej więc przyjęty kierunek wydzielenia do odrębnego rozdziału Dobrych Praktyk 2016 zasad dotyczących systemów i funkcji wewnętrznych należy uznać za słuszny, kontynuując jednocześnie edukacyjne działania, zwiększające świadomość emitentów giełdowych w tym zakresie.



Rekomendacje:

1. Istnieje wysoki poziom niezrozumienia zasad rozdziału III. Warto, aby rady nadzorcze i zarządy dokładnie zapoznały się z zapisami tej części dobrych praktyk i dokonały rzetelnej analizy stanu tego obszaru w nadzorowanych spółkach.
2. Rady nadzorcze powinny traktować systemy i funkcje wewnętrzne jako realne wsparcie w realizacji swoich statutowych i prawnych obowiązków. W kontekście odpowiedzialności członków rad nadzorczych, rola takiego wsparcia wydaje się coraz ważniejsza.
3. Rolą inwestorów, ale przede wszystkim rad nadzorczych powinno być zadawanie zarządowi pytań o skuteczność systemów wewnętrznych, zasadność braku wyodrębnienia jednostek odpowiedzialnych za realizację zadań w poszczególnych systemach lub funkcjach, a także krytyczne spojrzenie na jakość i podstawy do sporządzenia dorocznych raportów przedstawianych zgodnie z zasadą III.Z.4.
4. W przypadku braku wyodrębnienia tych jednostek, jeżeli jest to uzasadnione rozmiarem i rodzajem prowadzonej działalności, spółki nie powinny raportować braku zgodności, ale jedynie przedstawić uzasadnienie podjęcia takiej decyzji.
5. Spółki, w szczególności członkowie rad nadzorczych (ale i zarządów) powinni zapoznać się z raportowaniem w odniesieniu do spełniania Dobrych Praktyk (raport roczny, oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, raporty bieżące na stronach internetowych i w systemie EBI). W przypadku wątpliwości co do sposobu i zawartości raportowania, powinni zasięgnąć fachowej porady i podjąć działania mające przybliżyć spółki do najlepszych praktyk rynkowych w tym zakresie.
6. Zasada adekwatności nie powinna być nadużywana przez emitentów, ale stosowana zgodnie z jej celem.



Marcin Murawski

Niezależny członek Rad Nadzorczych i Komitetów Audytu
CCC S.A., GTC S.A., Apator S.A., Seco/Warwick S.A.

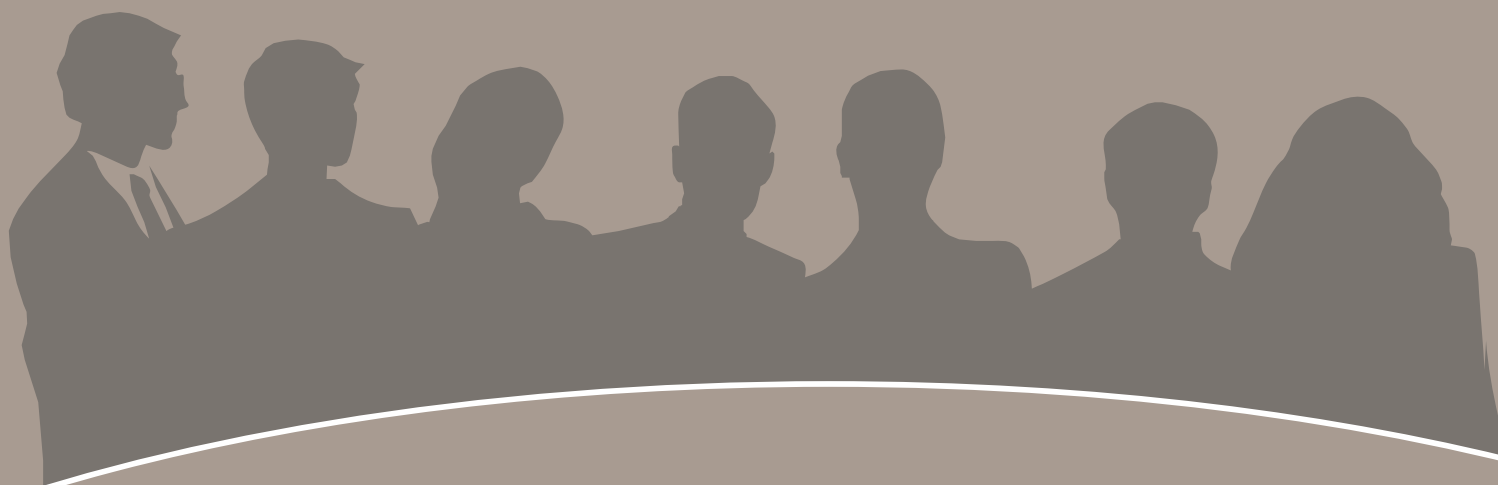
Rekomendacje rozdziału III dotyczące „Systemów i funkcji wewnętrznych” są stosunkowo mało precyzyjne i sformułowane dosyć „międko”. Prawdopodobnie wynika to z tego, że w wielu spółkach giełdowych takie funkcje na razie nie działają i przyjęto zasadę stopniowej implementacji praktyk międzynarodowych. Odniesienie dotyczące międzynarodowych standardów audytu wewnętrznego (punkt III.Z.3) dotyczy tylko samej osoby kierującej tą funkcją, a nie sposobu działania audytu wewnętrznego. W przyszłości powinno to zostać zmienione, gdyż funkcja audytu wewnętrznego jest kluczowa w zapewnianiu skutecznego nadzoru oraz usprawnianiu organizacji.

A man with short brown hair and a beard, wearing a dark suit jacket over a white shirt, is seated at a table. He is smiling slightly and looking towards the camera. On the table in front of him are a white cup of coffee on a saucer, a glass of water, and a smartphone. The background is a plain, light-colored wall.

IV. Walne zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami

Przykazanie IV

Zarząd spółki giełdowej i jej rada nadzorcza powinny zachęcać akcjonariuszy do zaangażowania się w sprawy spółki, wyrażającego się przede wszystkim aktywnym udziałem w walnym zgromadzeniu. Walne zgromadzenie powinno obradować z poszanowaniem praw akcjonariuszy i dążyć do tego, by podejmowane uchwały nie naruszały uzasadnionych interesów poszczególnych grup akcjonariuszy. Akcjonariusze biorący udział w walnym zgromadzeniu wykonują swoje uprawnienia w sposób nienaruszający dobrych obyczajów.



IV.Z.1.



IV.Z.2.



IV.Z.3.



IV.Z.4.



IV.Z.5.



IV.Z.6.



IV.Z.7.



IV.Z.8.



IV.Z.9.



IV.Z.10.



IV.Z.11.



IV.Z.12.



IV.Z.13.



IV.Z.14.



IV.Z.15.



IV.Z.16.



IV.Z.17.



IV.Z.18.

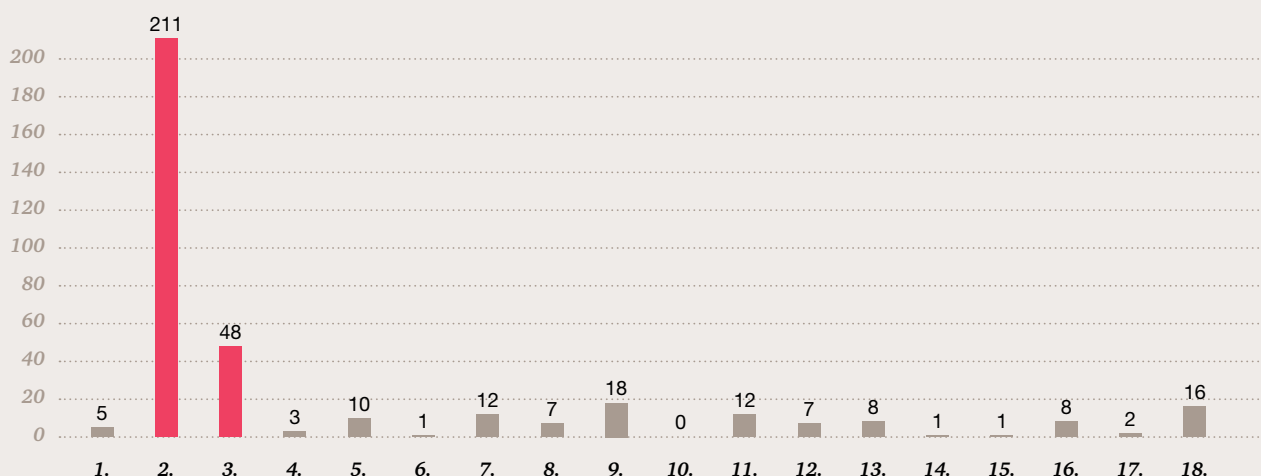
94% współczynnik zgodności dla tego rozdziału

242 spółki nie przestrzegają przynajmniej jednej zasady z tego rozdziału

77 spółek uznało, że zasada IV.Z.2 ich nie dotyczy

Zasady dotyczące walnego zgromadzenia akcjonariuszy zostały znacząco uszczegółowione względem wcześniejszych wydań Dobrych Praktyk. Tym niemniej tematyka nie jest nowa i być może to powoduje, że z osiemnastu zasad, tylko jedna sprawia szczególne trudności w stosowaniu. Pewne problemy sprawia również stosowanie zasady numer trzy.

Ile spółek nie spełnia danych zasad?

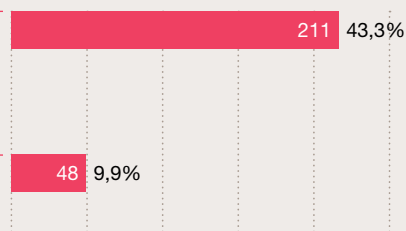


Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada Treść

- IV.Z.2.** Jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu spółki, spółka zapewnia powszechnie dostępną transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym.
- IV.Z.3.** Przedstawicielom mediów umożliwia się obecność na walnych zgromadzeniach.

Liczba spółek



Dostępność powszechnej transmisji online w przypadku, gdy jest uzasadnienie z uwagi na strukturę akcjonariatu

Tej zasady nie stosuje ponad 200 z 353 spółek, które opublikowały swoje raporty w systemie EBI. Powszechna niechęć do jej stosowania, zgodnie z wyjaśnieniami spółek, związana jest z kosztami, ryzykami prawnymi, trudnościami organizacyjno-technicznymi, czy też brakiem zgody akcjonariuszy. Niektóre spółki wspominają o tym, iż prowadzą transparentną politykę informacyjną, zapewniającą bieżącą komunikację ze wszystkimi akcjonariuszami. Celem zasady jest umożliwienie wszystkim akcjonariuszom równego udziału w walnych zgromadzeniach. Są też spółki, które zapewniają akcjonariuszom transmisję, ale nie dają możliwości głosowania.

Analizując komentarze spółek dotyczące transmisji obrad można dojść do wniosku, że spółki giełdowe wciąż nie są chętne do organizacji transmisji obrad, aczkolwiek należy jednocześnie zauważyć, że w opozycji do powyższego pojawia się coraz więcej spółek, które deklarują rozważenie prowadzenia transmisji obrad w przypadku pojawienia się takiego zapotrzebowania wśród akcjonariuszy.

Przedstawiciele mediów na walnych zgromadzeniach

Drugą często nieprzestrzeganą zasadą tego rozdziału, jest umożliwienie obecności przedstawicielom mediów na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Ciekawe, że blisko jedna na dziesięć spółek nie stosuje tej zasady powołując się przy tym m.in. na to, że media nie są zainteresowane udziałem w obradach walnych zgromadzeń, a udział osób nieuprawnionych może zakłócać prawidłowy przebieg obrad. Obecność przedstawicieli mediów jest w niektórych przypadkach uzależniona od uprzedniej akredytacji lub uzyskania zgody walnego zgromadzenia.

Poza powyższym analiza raportów spółek do zasad zamieszczonych w rozdziale IV Dobrych Praktyk 2016 wskazuje, że spółki, które przekazały raporty w systemie EBI, prawidłowo interpretują istotę zasad dotyczących walnych zgromadzeń i co do zasady nie mają problemów z raportowaniem w tym zakresie.







Okiem inwestora:

Piotr Cieślak

Wiceprezes Zarządu

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Zbiór dobrych praktyk oprócz licznych rekomendacji i zasad odnoszących się bezpośrednio do komunikacji z akcjonariuszami, poświęca też sporo uwagi i zapisów roli akcjonariuszy w spółce publicznej, a w szczególności skupia się na kwestiach związanych z uczestnictwem akcjonariuszy w obradach walnego zgromadzenia, a także na prawach akcjonariuszy i poszanowaniu tych praw m.in. w trakcie obrad i w zdarzeniach powiązanych z obradami. Wiele zapisów zawartych w IV Rozdziale Kodeksu Dobrych Praktyk stanowić ma antidotum na pewnego rodzaju patologie, czy działania chociażby władz spółek nakierowane przeciwko akcjonariuszom. Choć z pozoru takie sytuacje wydają się niemożliwe, to praktyka pokazuje, że zdarzają się, w tym nawet wśród spółek zaliczanych do indeksu WIG 20. Z racji charakteru regulacji Dobrych Praktyk, oczywiście nie można zakładać, że każda spółka giełdowa dostosuje się do obowiązków zawartych w tym rozdziale. Niemniej jednak istnienie takiego zbioru zasad niewątpliwie stanowi swoistego rodzaju wytyczną, która podobnie jak w przypadku zasad zawartych w I Rozdziale Dobrych Praktyk, powinna stanowić elementarz każdej transparentnej spółki publicznej.

Cieszyć w tym przypadku może, że liczba firm giełdowych przestrzegająca zasad zawartych w rozdziale IV jest wyższa, niż chociażby w przypadku Rozdziału I. Największym wyzwaniem i problemem okazuje się dla spółek zasada dotycząca powszechnie dostępnej transmisji. Wiele spółek jako powód podaje m.in. strukturę akcjonariatu, która nie wymaga takich działań, czy też brak zainteresowania walnymi zgromadzeniami po stronie akcjonariuszy. Sporo firm wskazuje także na czynnik kosztowy, z jakim się wiąże takie działania. Trzeba jednak zaznaczyć, że z uwagi na przeciętny portfel inwestora indywidualnego trudno będzie w obecnych warunkach na uzyskanie wyższej frekwencji w zgromadzeniach, a z pewnością właśnie tego typu transmisja byłaby wyjściem naprzeciw tej grupie akcjonariuszy. Podobnie czynnik kosztowy nie jest do końca trafionym argumentem, bo przy odrobinie dobrej woli można przeprowadzić transmisje audio, która nie wiąże się z istotnymi kosztami. Drugą najczęściej niestosowaną zasadą z Rozdziału IV jest ta dotycząca udziału mediów w obradach WZA. Najczęściej wskazywany powód jest taki, iż udział w WZA mogą brać wyłącznie osoby uprawnione. Oczywiście to jest w praktyce tylko pretekst do bycia mniej transparentnym i otwartym dla powszechnych mediów, bo równolegle nieco ponad 300 z 487 przebadanych firm nie widzi najmniejszych przeciwskażeń dla obecności mediów w trakcie obrad. Na taką właśnie otwartość liczą akcjonariusze.

Mimo iż raport nie analizuje poziomu stosowania rekomendacji, myślę że warto w tym miejscu odnieść się do jednej, odnoszącej się m.in. do terminu, na który zwołane jest walne zgromadzenie. Trudno zrozumieć bowiem sytuację, gdzie dziesiątki, czy też setki spółek publikuje swoje raporty roczne np. w marcu i kwietniu, a obrady zwyczajnego walnego zgromadzenia zwołuje na 29, czy 30 czerwca. Jak w takiej sytuacji liczyć na frekwencję akcjonariuszy, jeśli np. w tym samym dniu spośród 10 spółek portfelowych danego akcjonariusza, 7 firm organizuje ZWZ? Wówczas inwestor zmuszony jest do podjęcia decyzji o wyborze wyłącznie jednej spółki. Trudno niestety w tym przypadku o wskazanie racjonalnych przesłanek, którymi kierują się spółki decydując się na taki właśnie wybór terminu obrad. Pewne jest natomiast, że powszechnie stosowane praktyki w zakresie maksymalnego opóźniania terminu obrad działają niestety przeciwko akcjonariuszom.



Okiem eminenta:

Mirosław Kachniewski

Prezes Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

Bardzo mnie cieszy, że (przynajmniej na poziomie deklaracji) prawie wszystkie (z jednym wyjątkiem) zasady dotyczące walnego i relacji z akcjonariuszami stosowane są niemal wzorowo. Co do tego wyjątku, to nie jest dla mnie zaskoczeniem, że ponad 1/3 spółek nie organizuje e-walnego, gdyż ryzyko prawne z tym związane jest bardzo wysokie, a korzyści dla akcjonariuszy – minimalne (jak można wnioskować z bardzo niskiego zainteresowania w przypadku kilku spółek, które takie e-walne organizowały). Ciekawe jest natomiast, w ilu przypadkach spośród 300 spółek stosowanie tej zasady nie jest „uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu”, a w ilu emitenci po prostu nie poinformowali o jej niestosowaniu.

A photograph of three business professionals (two men and one woman) sitting in a row, looking towards the left. They are in a professional setting, possibly a meeting or conference. The man on the left is wearing a light blue checkered shirt. The woman in the middle is wearing a white blazer and a gold necklace. The man on the right is wearing a light pink checkered shirt. A semi-transparent red banner is overlaid on the bottom half of the image, containing the section title in white text.

V. Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązanymi

Przykazanie V

Spółka powinna posiadać przejrzyste procedury zapobiegania konfliktom interesów i zawieraniu transakcji z podmiotami powiązanymi w warunkach możliwości wystąpienia konfliktu interesów. Procedury powinny przewidywać sposoby identyfikacji takich sytuacji, ich ujawniania oraz zarządzania nimi.



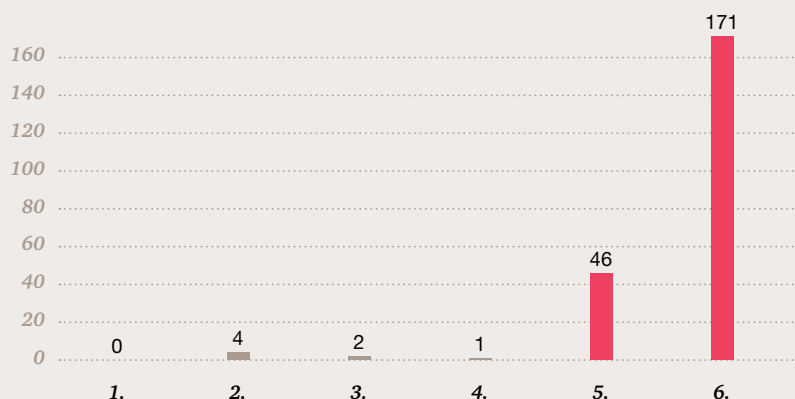
90% współczynnik zgodności dla tego rozdziału

184 spółki nie przestrzegają przynajmniej jednej zasady z tego rozdziału

0 nie ma spółek, które zadeklarowałyby, że któraś zasada tego rozdziału jej nie dotyczy

Zarządzanie konfliktem interesów było poruszone we wcześniejszym wydaniu Dobrych Praktyk, natomiast w nowej wersji oczekiwania wobec spółek zostały doprecyzowane. Tematyka tego rozdziału jest szczególnie istotna z punktu widzenia rynku – inwestorów i akcjonariuszy.

Ile spółek nie spełnia danych zasad?

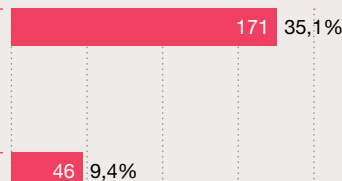


Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada Treść

- V.Z.6.** Spółka określa w regulacjach wewnętrznych kryteria i okoliczności, w których może dojść w spółce do konfliktu interesów, a także zasady postępowania w obliczu konfliktu interesów lub możliwości jego zaistnienia.
- V.Z.5.** Przed zawarciem przez spółkę istotnej umowy z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce lub podmiotem powiązanym zarząd zwraca się do rady nadzorczej o wyrażenie zgody na taką transakcję. Rada nadzorcza przed wyrażeniem zgody dokonuje oceny wpływu takiej transakcji na interes spółki.

Liczba spółek



Konflikt interesów

Wydaje się, że zasadność określenia okoliczności stwarzających ryzyko konfliktu interesów nie powinna budzić wątpliwości. Natomiast okazuje się, że najczęściej nieprzestrzeganą zasadą tego rozdziału, według deklaracji spółek, jest zasada szósta, która mówi o posiadaniu w regulacjach wewnętrznych spółki spisanych kryteriów i okoliczności, w których może dojść do konfliktu interesów, zasad postępowania, jeśli zaistnieje taki konflikt lub możliwość jego zaistnienia oraz procedur, które takim konfliktom zapobiegają. Niezwykle ważnym punktem tej zasady jest

to, że spółka zobowiązuje się do skatalogowania zasad wyłączenia członków zarządu lub rady nadzorczej z udziału w rozpatrywaniu sprawy, objętej lub zagrożonej konfliktem interesów. Nieprzestrzeganie tej zasady deklaruje ponad 170 spółek. Właściwie każda z nich zamieszcza wyjaśnienie. W tym kontekście ciekawy jest wysoki poziom deklaratywnego spełniania zasady V.Z.2, mówiącej o wyłączeniu z głosowania członków zarządu czy rady nadzorczej, który może być dotknięty potencjalnym konfliktem interesów.

Spółki wyjaśniając powody niestosowania zasady numer V.Z.6 głównie przyznają, że nie dysponują procedurą, na okoliczność wystąpienia konfliktu interesów. Rzadziej można spotkać argumentację, że emitenci nie widzą konieczności posiadania takiego spisu ani procedur. Umiarkowany optymizm może wzbudzać fakt, iż są spółki, które w swoich wyjaśnieniach zgadzają się, co do konieczności oceny możliwości wystąpienia konfliktu interesów i w związku z tym zobowiązują się do przygotowania odpowiedniej polityki na tą okoliczność.

Transakcje z podmiotami powiązanymi

Co najmniej 46 (9,4%) spółek deklaruje niespełnianie zasady dotyczącej wymaganej zgody rady nadzorczej na zawarcie transakcji z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce lub z podmiotem powiązanym. W wyjaśnieniach spółki informują, że w gestii rady nadzorczej znajdują się zgody na zawieranie transakcji powyżej określonych progów, niezależnie od strony transakcji. Część spółek nie wymaga dodatkowych zgód w odniesieniu do transakcji typowych, zawieranych na warunkach rynkowych, co nie adresuje celu tej zasady. Inne spółki wskazują

również na niestosowanie tej zasady z uwagi na niedostosowanie zapisów regulacji wewnętrznych do jej treści. Z komentarzy spółek wynika, że często wskazują inny niż w treści zasady krąg podmiotów, dla których przewiduje się specjalną procedurę zawierania umów – są to najczęściej duzi akcjonariusze, lub osoby zarządzające/nadzorujące. Wygląda na to, że **nadal część spółek nie ogranicza zarządom w żaden sposób swobody zawierania umów z akcjonariuszami**. Warto przypomnieć, że drugim bardzo ważnym aspektem tej zasady jest obowiązek oceny przez radę nadzorczą wpływu danej transakcji na interes spółki.

Pomimo powyższych niedociągnięć, w większości przypadków raporty wskazują na zrozumienie istoty zasad dotyczących specyfiki umów zawieranych z podmiotami powiązanymi oraz konieczności uwzględniania w regulacjach wewnętrznych spółek procedur dotyczących konfliktu interesów. Niewątpliwie pozytywnym zjawiskiem jest deklarowanie przez wiele spółek, że dokonają stosownych zmian w regulacjach wewnętrznych w celu pełnego wdrożenia obecnie niestosowanych zasad.

Rekomendacje:

1. Przyjęcie regulacji w kwestii konfliktów interesów nie wyeliminuje takich konfliktów ze spółki, ale pomoże obchodzić się z nimi, zapobiegać im, identyfikować ich powstawanie oraz możliwości powstawania, ujawniać je, należyście rozwiązywać*.
2. Spółki notowane na rynku regulowanym powinny posiadać regulacje w kwestii konfliktu interesów i je stosować, a inwestorzy powinni zwracać szczególną uwagę na to, czy spółka przestrzega zasad w tym zakresie.
3. W przypadku, gdy zasada nie jest stosowana, rolą rady nadzorczej jest podjęcie zdecydowanych działań, zmierzających do wprowadzenia jej stosowania w spółce.



dr hab. Sebastian Buczek
Prezes Zarządu Quercus TFI S.A.

Według mnie w przypadku konfliktu interesów, czy transakcji z podmiotami powiązanymi, decyzję powinno podejmować Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, z głosowania powinien być wyłączone podmiot, którego transakcja dotyczy. Akcjonariusze mniejszościowi powinni móc się wypowiedzieć. Dziś często akcjonariusz większościowy przegłosowuje takie transakcje na siłę – wbrew interesom pozostałych akcjonariuszy. Oczywiście takiemu głosowaniu powinny podlegać transakcje określonej skali. Uważam, że to nie rada nadzorcza powinna akceptować wątpliwe uchwały, ale mniejszościowi akcjonariusze na walnym zgromadzeniu.

* Andrzej S. Nartowski, Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, Podręcznik

A portrait of a woman with shoulder-length blonde hair and blue eyes, wearing a dark blue blazer over a red top and a large, colorful necklace. The background is a bright, modern office interior. A semi-transparent dark red banner is overlaid across the bottom half of the image.

VI. Wynagrodzenia

Przykazanie VI

Spółka posiada politykę wynagrodzeń co najmniej dla członków organów i kluczowych menedżerów. Polityka wynagrodzeń określa w szczególności formę, strukturę i sposób ustalania wynagrodzeń członków organów spółki i jej kluczowych menedżerów.

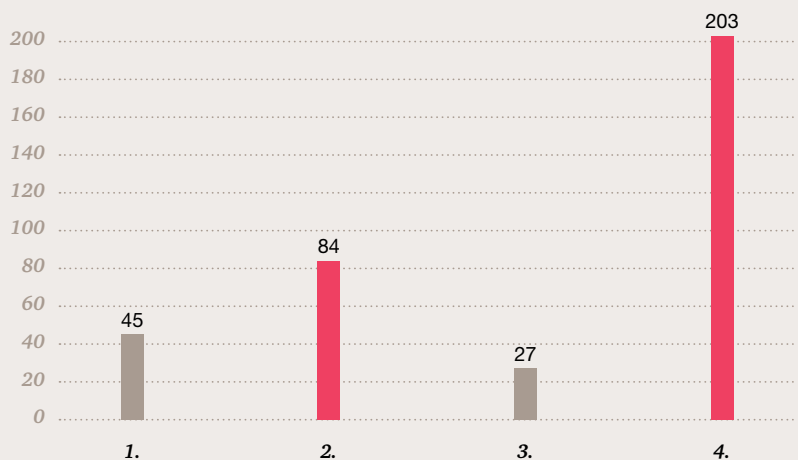


75% współczynnik zgodności dla tego rozdziału

240 spółek nie przestrzega przynajmniej jednej zasady z tego rozdziału

142 spółki zadeklarowały, że nie dotyczą ich zasady VI.Z.1 i VI.Z.2.

Ile spółek nie spełnia danych zasad?



Tematyka tego rozdziału nie jest nowa, ale została rozszerzona i uszczegółowiona. Pojawiły się nowe zasady druga i czwarta i to one sprawiają spółkom największe problemy.

Najczęściej nieprzestrzegane zasady

Zasada Treść

VI.Z.4. Spółka w sprawozdaniu z działalności przedstawia raport na temat polityki wynagrodzeń (...)

VI.Z.2. Aby powiązać wynagrodzenie członków zarządu i kluczowych menedżerów z długookresowymi celami biznesowymi i finansowymi spółki, okres pomiędzy przyznaniem w ramach programu motywacyjnego opcji lub innych instrumentów powiązanych z akcjami spółki, a możliwością ich realizacji powinien wynosić minimum 2 lata.

Liczba spółek

203 41,7%

84 17,2%

Dobre praktyki 2016 wprowadzają w sferę wynagrodzeń liczne wartościowe innowacje poprzez kompleksowe ujęcie tej problematyki w miejsce fragmentarycznych wskazówek, oczekiwanie prowadzenia przez spółki giełdowe dojrzałej polityki wynagrodzeń, objęcie polityką wynagrodzeń nie tylko członków organów spółki, ale także kluczowych menedżerów. Nowe zasady proponują również określenie zalecanych zasad wynagradzania, zwłaszcza dotyczących zmiennych komponentów wynagrodzenia, powiązanie polityki wynagrodzeń ze strategią spółki, jej długoterminowymi celami, interesami

i wynikami, określenie celów programów motywacyjnych i minimalnego okresu ich realizacji, wyłączenie z wynagrodzenia członków rady nadzorczej jakichkolwiek zmiennych elementów i wreszcie wprowadzenie obowiązku systematycznego i kompleksowego sprawozdawania o polityce wynagrodzeń*.

Znaczna liczba spółek wyjaśnia jedynie, że publikuje informacje dotyczące wynagrodzeń członków władz spółki zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości. Jednocześnie wśród opublikowanych

komentarzy znajdują się i takie, które uzasadniają odstępstwo od powyższych zasad tajemnicą spółki. Dostyc powszechnym wyjaśnieniem jest to, że wysokość wynagrodzeń jest określana w oparciu o indywidualne umowy zawarte pomiędzy danym pracownikiem a spółką, bez wskazania sposobu dojścia do tych ustaleń.

Wyniki naszej analizy nie nastrajają optymistycznie. Wydawało się, że znaczenie dobrze określonych zasad wynagradzania oraz transparentność i jawność ich stosowania po kryzysie finansowym są oczywiste.



Janusz Sochański

Dział Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.,
odpowiedzialny na GPW za tematykę związaną z Dobrymi Praktykami w spółkach giełdowych.

Komentarze spółek do niestosowania zasad zamieszczonych w rozdziale VI Dobrych Praktyk 2016 wskazują najczęściej, że spółki nie posiadają przyjętego formalnie dokumentu „polityka wynagrodzeń”. Zaskakujący jest fakt, że znaczna część spółek informuje w raportach o niestosowaniu zasad z rozdziału VI, tłumacząc, że w spółce w ogóle nie funkcjonuje polityka wynagrodzeń. Takie stanowisko spółki giełdowej zastanawia, szczególnie z punktu widzenia istoty funkcjonowania polityki wynagrodzeń – zapobiegającej nadużyciom, zapewniającej stabilność funkcjonowania spółek i zwiększającej wartość spółki dla akcjonariuszy. Pozostaje mieć nadzieję, że przynajmniej część z tych spółek błędnie interpretuje definicję polityki wynagrodzeń i dokona z czasem rewizji swojego stanowiska.

Również w przypadku komentarzy spółek do zasady VI.Z.4 dotyczącej przedstawiania przez spółkę w sprawozdaniu z działalności raportu na temat polityki wynagrodzeń, spółki bardzo często zastanawiają się brakiem formalnie przyjętej polityki wynagrodzeń. Dziwi również komentarze, w których spółki zastanawiają się tajemnicą przedsiębiorstwa w tym zakresie lub funkcjonującymi obowiązkami informacyjnymi w obszarze ujawniania polityki wynagrodzeń. Zapewne w przypadku zasad dotyczących wynagrodzeń, które są nowością w Dobrych Praktykach, zadziałał syndrom obawy spółek przed tym, co nowe. Pozostaje mieć nadzieję, że coraz więcej emitentów będzie wykazywać zrozumienie dla ważności zagadnienia, jakim jest istota funkcjonowania w spółce publicznej polityki wynagrodzeń i postulat jawności informacji w tym zakresie – która to jawność w istotnym stopniu obniża ryzyko wystąpienia nadużyć..

Rekomendacje:

1. Spółki powinny dążyć do posiadania polityki wynagrodzeń.
2. Warto zwrócić uwagę, że polityka wynagrodzeń jest dokumentem wewnętrznym, z natury poufnym, natomiast założenia polityki wynagrodzeń spółka ujawnia w raporcie, o którym mowa w zasadzie szczegółowej VI.Z.4, pkt 1.**
3. Dobre praktyki wymagają, aby w sprawozdaniu z działalności emitent przedstawił raport na temat polityki wynagrodzeń, który zawiera co najmniej ogólną informację na temat przyjętego w spółce systemu wynagradzania. Oznacza to, że nawet jeśli spółka nie posiada formalnego dokumentu może opisać podstawowe zasady, czy praktykę obowiązującą w spółce.
4. Przyjęta w spółce polityka wynagrodzeń określa w szczególności formę, strukturę i sposób ustalania wynagrodzeń członków organów spółki i jej kluczowych menedżerów**.
5. Właściwie skonstruowana polityka wynagrodzeń i system motywacyjny mają zapewnić spółce realizację celów w długim okresie oraz utrzymanie dobrej kadry menedżerskiej.



Robert Kujoth

Ekspert ds. polityki wynagrodzeń i systemów motywacyjnych

Brak zgodności z zasadą nr 2 może wskazywać na słabą znajomość rozwiązań lub umiejętności ich stworzenia. Prócz naturalnej, ludzkiej niechęci do odroczonego wynagrodzenia, każdy człowiek woli otrzymać wynagrodzenie od razu, niż za co najmniej dwa lata. Oczywiście zależy to mocno od faktu, czy mówimy o dodatkowym (nieprzynajmniej obecnie) wynagrodzeniu, czy o zamianie części obecnego i odroczeniu jego wypłaty. Moim zdaniem dobrze by było, gdyby spółki posiadały sformalizowaną politykę wynagrodzeń (optymalnie w formie jednolitego dokumentu). Nie wierzę w skuteczność jakiegokolwiek formy ogólnych zasad / praktyk w odniesieniu do wynagradzania najwyższej kadry zarządzającej, jako substytutu polityki. W takim układzie każda spółka uzna, że po prostu zastana praktyka jest odzwierciedleniem ich „niepisanej” polityki.

Opracowanie i wdrożenie polityki wynagrodzeń to relatywnie łatwe zadanie. Taki dokument jest bardzo przydatny z perspektywy Rady Nadzorczej i Komitetu Wynagrodzeń, które mogą wówczas skuteczniej weryfikować realizację polityki wynagradzania. Biorąc pod uwagę, że nie byłby to jedynie bezcelowy dokument do postawienia na półce, dziwi fakt, że tak wiele podmiotów nie zdecydowało się na jego opracowanie.



Agnieszka Słomka-Gołębiowska

Członek Rady Ekspertów Forum Rad Nadzorczych

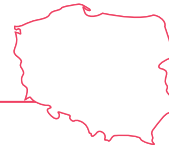
Obie zasady II i IV rozdziału 6. stanowią nowość wobec dotychczasowych norm Dobrych Praktyk spółek notowanych na GPW. Jak widać z analiz najczęściej kontrowersji wzbudza konieczność sporządzenia raportu na temat polityki wynagrodzeń, która w wielu krajach europejskich obowiązywała już przed ostatnim kryzysem finansowym. Wynika to zapewne z tego, że zasada IV w szczegółowy sposób wskazuje na elementy takiego raportu, którego nadrzędnym celem jest pokazanie, jak poziom wynagrodzenia członków zarządu spółki i jej kluczowych menedżerów zależy od rzeczywistej, długoterminowej sytuacji finansowej spółki oraz od długoterminowego wzrostu wartości dla akcjonariuszy i stabilności finansowej spółki. Zwrócenie uwagi na znaczenie tej zależności jest treścią zasady I. Fakt, że spółki zgłaszają w istotnie mniejszym stopniu problem ze stosowaniem zasady I, której forma – raport jest wskazana w zasadzie IV, niejako obnaża brak zrozumienia spółek dla wartości zasad dotyczących tworzenia i ujawniania polityki wynagrodzeń członków kadry zarządzającej.

Włączenie zasady o opracowaniu raportu na temat wynagrodzeń do Dobrych Praktyk spółek notowanych na GPW wychodzi na przeciw planowanym zmianom różnych dyrektyw europejskich, których nadrzędnym celem jest zachęcanie akcjonariuszy do aktywnego zaangażowania się w nadzór nad spółką i przyjęcie długoterminowej perspektywy inwestycyjnej. W opinii Komisji Europejskiej służyć temu będzie obowiązek prawny głosowania akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu nad polityką wynagrodzeń. Spółki powinny przedstawić akcjonariuszom czytelną i zrozumiałą politykę wynagradzania, podporządkowaną strategii biznesowej spółki i długoterminowym interesom, która uwzględni jasno sformułowane kryteria ustalania i wypłaty poszczególnych składników uposażenia członków kadry zarządzającej, wyjaśnia relacje między nimi, jak również relacje względem przeciętnego wynagrodzenia w spółce, oraz informuje o maksymalnej kwocie całkowitego wynagrodzenia zarządu. Dotychczas akcjonariusze w krajach Europy kontynentalnej głosowali nad polityką wynagrodzeń kadry zarządzającej jako częścią rocznego sprawozdania finansowego. To odzwierciedla bardzo silną pozycję akcjonariuszy większościowych. Wygórowane wynagrodzenie kadry zarządzającej może godzić w interesy mniejszościowych akcjonariuszy i dlatego głosowanie nad polityką wynagradzania powinno być odrębne od głosowania nad przyjęciem rocznego sprawozdania finansowego banku.

Porównanie kodeksów dobrych praktyk i poziomu stosowania zasad pomiędzy Polską, Wielką Brytanią i Niemcami

Tematyka

Polska



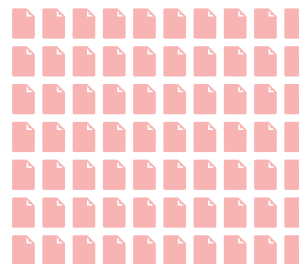
Struktura dokumentu

1. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami
2. Zarząd i Rada Nadzorcza
3. Systemy i funkcje wewnętrzne
4. Walne zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami
5. Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązanymi
6. Wynagrodzenia

Liczba pryncypiów



20 rekomendacji



70 zasad szczegółowych



Niemcy

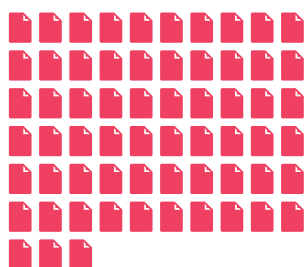


1. Akcjonariusz i Walne Zgromadzenie
2. Współpraca Zarządu z Radą Nadzorczą
3. Zarząd
4. Rada Nadzorcza
5. Transparentność
6. Raportowanie i Audyt Rocznych Sprawozdań Finansowych

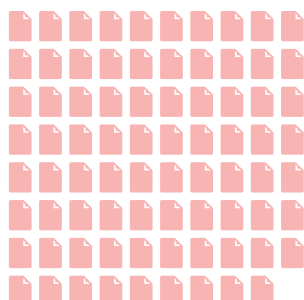
Wielka Brytania



1. Przywództwo: Rola Rady, Podział Obowiązków, Przewodniczący, Dyrektorzy Niewykonawczy
2. Skuteczność: Skład Rady, Powołanie Członków Rady, Zaangażowanie, Rozwój, Informowanie i Wsparcie, Ocena, Re-elekcja
3. Odpowiedzialność: Raportowanie Finansowe i Biznesowe, Zarządzanie Ryzykiem i Kontrola Wewnętrzna, Komitet Audytu i Audytorzy
4. Wynagrodzenia: Poziom i Składniki Wynagrodzenia, Procedura
5. Relacje z akcjonariuszami: Dialog z Akcjonariuszami, Konstrukttywne Wykorzystanie Walnych Zgromadzeń



63 zasady ogólne



79 zasad szczegółowych



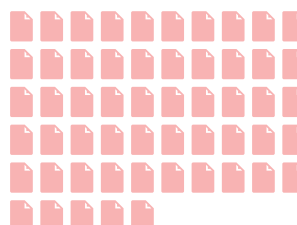
7 rekomendacji



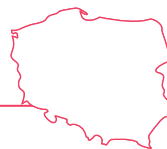
18 zasad głównych



27 zasad wspierających



55 zasad szczegółowych



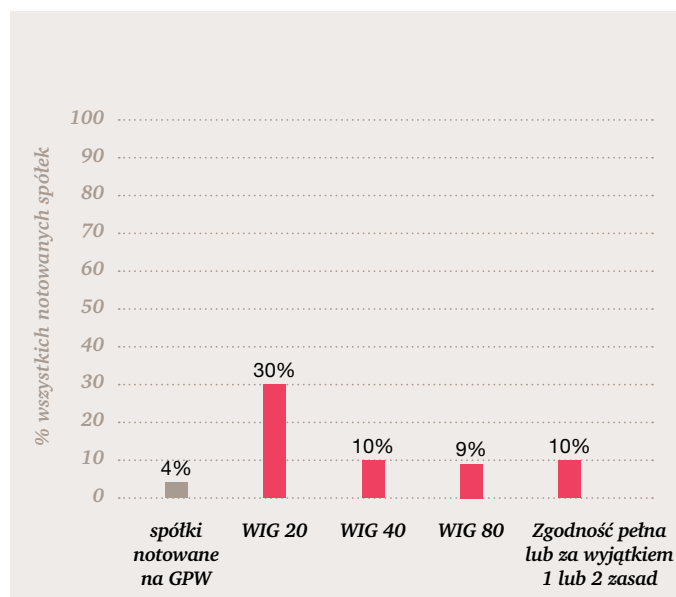
Zasady raportowania

Zasady podlegają zasadzie comply or explain

Raportowaniu poprzez system EBI podlega niezgodność z zasadami szczegółowymi

Zgodność z rekomendacjami raportowana jest wraz ze sprawozdaniem rocznym

Raportowana zgodność z zasadami (odsetek spółek całkowicie zgodnych)



Dane za 2016

Najbardziej problematyczne obszary

- Zapis i transmisja obrad walnego zgromadzenia
- Polityka wynagrodzeń
- Polityka różnorodności
- Konflikt interesów
- Niezależność osoby kierującej audytem wewnętrznym
- Podległość osób zarządzających ryzykiem, compliance i audytem wewnętrznym
- Podział zadań pomiędzy członków zarządu
- Zasiadanie w radach nadzorczych poza grupą kapitałową spółki
- Niezależności członków i przewodniczącego Rady

Niemcy



Zasady podlegają zasadzie comply or explain

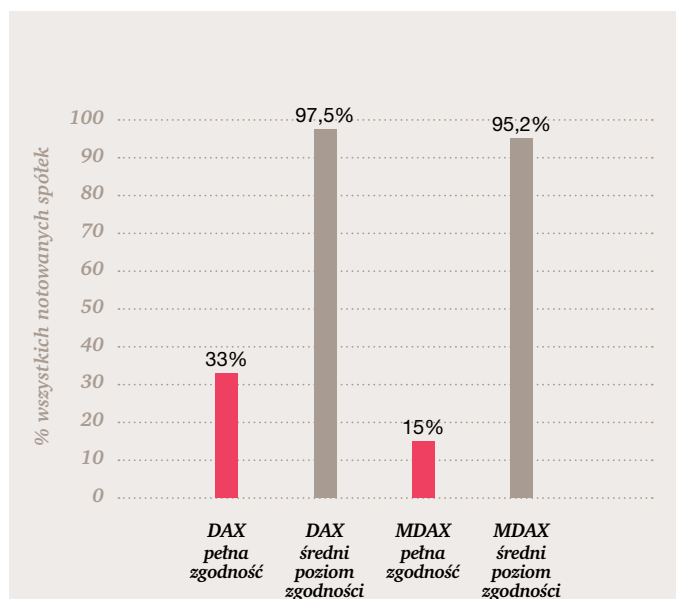
Niestosowanie się do rekomendacji nie wymaga wyjaśnień

Wielka Brytania

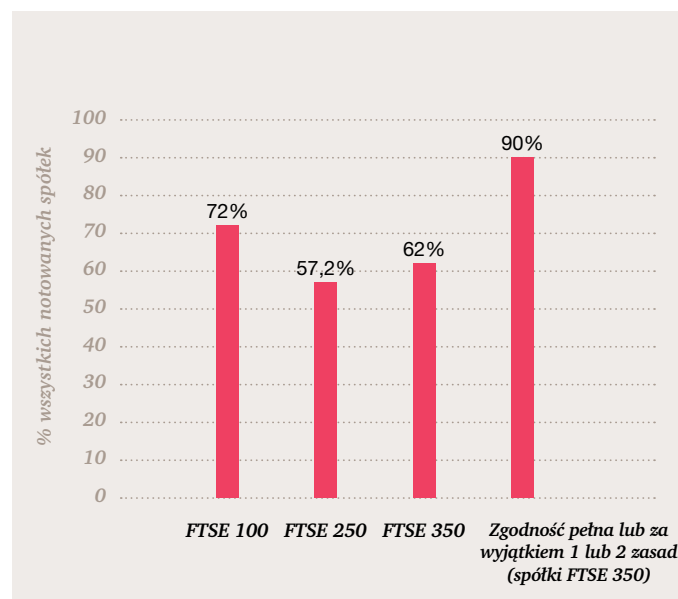


Obowiązkowa jest zgodność z zasadami głównymi.

Stosowanie zasad szczegółowych podlega zasadzie comply or explain



Dane za 2015*



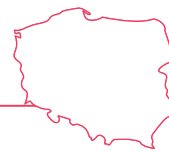
Dane za 2016**

- Struktura wynagrodzenia zarządu, publikacja elementów wynagrodzenia zarządu oraz rady nadzorczej.
- Najwyższym wskaźnikiem niespełniania charakteryzuje się zasada Skład Rady Nadzorczej oraz Struktura wynagrodzenia Zarządu.

- Niezależność członków rady dyrektorów
- Niezależność przewodniczącego rady dyrektorów
- Skład komitetu wynagrodzeń
- Skład komitetu nominacyjnego
- Wybór biegłego rewidenta innego niż rekomendowany przez komitet audytu
- Systemy motywacyjne
- Dialog z akcjonariuszami
- Zewnętrzna ocena rady dyrektorów
- Niezależność głównego dyrektora
- Podział ról pomiędzy prezesa wykonawczego i przewodniczącego rady dyrektorów

* HHL Leipzig Graduate School of Management, Kodexakzeptanz 2016: Analyse der Entsprechenserklärungen

** Financial Reporting Council, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016;
Grant Thornton Corporate Governance Review 2016



Najczęściej niespełniane zasady

- **I.Z.1.20** – zamieszczanie na stronie internetowej zapisu przebiegu obrad walnego zgromadzenia – Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu, oprócz informacji wymaganych przepisami prawa (...) zapis przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo.
- **I.Z.1.16** – zamieszczanie na stronie internetowej terminu transmisji obrad walnego zgromadzenia – Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu, oprócz informacji wymaganych przepisami prawa (...) informację na temat planowanej transmisji obrad walnego zgromadzenia.
- **IV.Z.2** – prowadzenie przez spółkę transmisji obrad WZ – Jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu spółki, spółka zapewnia powszechnie dostępną transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym.
- **VI.Z.4** – coroczna publikacja raportu na temat polityki wynagrodzeń – Spółka w sprawozdaniu z działalności przedstawia raport na temat polityki wynagrodzeń (zasada wymienia zawartość raportu).
- **I.Z.1.15** – zamieszczanie na stronie internetowej informacji na temat stosowanej polityki różnorodności – Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu, oprócz informacji wymaganych przepisami prawa (...) informację zawierającą opis stosowanej przez spółkę polityki różnorodności w odniesieniu do władz spółki oraz jej kluczowych menedżerów.
- **V.Z.6** – Spółka określa w regulacjach wewnętrznych kryteria i okoliczności, w których może dojść w spółce do konfliktu interesów, a także zasady postępowania w obliczu konfliktu interesów lub możliwości jego zaistnienia. Regulacje wewnętrzne spółki uwzględniają między innymi sposoby zapobiegania, identyfikacji i rozwiązywania konfliktów interesów, a także zasady wyłączenia członka zarządu lub rady nadzorczej od udziału w rozpatrywaniu sprawy objętej lub zagrożonej konfliktem interesów.
- **III.Z.3** – W odniesieniu do osoby kierującej funkcją audytu wewnętrznego i innych osób odpowiedzialnych za realizację jej zadań zastosowanie mają zasady niezależności określone w powszechnie uznanych, międzynarodowych standardach praktyki zawodowej audytu wewnętrznego.



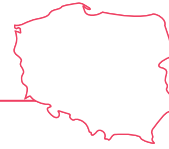
Wyróżnia się 9 „krytycznych zasad Kodeksu”. Mowa tu o 9 zasadach, których niespełnianie zadeklarowało więcej niż 10% wszystkich Spółek Indeksu DAX/MDAX:

- **3.8** ubezpieczenie osób zarządzających Spółką – Warunki ubezpieczenia powinny uwzględniać udział własny członków zarządu (w wysokości 10% straty do kwoty 1,5-krotności części stałej rocznego wynagrodzenia).
- **4.2.2** poziom wynagrodzenia Zarządu – Rada Nadzorcza kolektywnie określa system wynagrodzeń członków zarządu oraz dokonuje jego okresowej oceny. Wysokość wynagrodzenia określana na podstawie okresowej oceny oraz uwzględnia płatności od spółek grupy kapitałowej. Zasada wymienia kryteria, którymi Rada powinna kierować się przy ustalaniu wynagrodzenia.
- **4.2.3** struktura wynagrodzenia Zarządu – Struktura wynagrodzenia członków zarządu powinna być zorientowana na zrównoważony wzrost przedsiębiorstwa. Rada powinna upewnić się, że zmienne części wynagrodzenia są co do zasady ustalane na podstawie ocen wielo-letnich.
- **4.2.5** ujawnienie danych o wynagrodzeniu Zarządu – Raport o wynagrodzeniach jest częścią raportu z działalności i określa system wynagradzania członków zarządu. System powinien być opisany w jasny sposób. Zasada określa enumeratywnie jakie elementy wynagrodzenia, które powinny być szczegółowo opisane.
- **5.1.2** – zadania Rady Nadzorczej – Powołując członków zarządu, rada nadzorcza powinna uwzględnić różnorodność. Rada powinna określić docelowy udział kobiet w składzie zarządu. Wraz z zarządem powinna zapewnić długoterminowe planowanie sukcesji.
- **5.3.2** – funkcjonowanie Komitetu Audytu i Komisja ds. Nominacji – Rada nadzorcza powinna ustanowić komitet audytu. Przewodniczący rady powinien posiadać specjalistyczną wiedzę i doświadczenie w stosowaniu zasad rachunkowości i procesach kontroli wewnętrznej. Powinien być niezależny. Powołanie na przewodniczącego byłego członka zarządu nie powinno nastąpić przed upływem dwóch lat od zakończenia pracy w zarządzie.
- **5.3.3** – cele Rady Nadzorczej – Rada nadzorcza powinna powołać komitet nominacyjny składający się wyłącznie z przedstawicieli akcjonariuszy. Jego rolą powinno być rekomendowanie walnemu zgromadzeniu kandydatów na członków rady nadzorczej.



Analiza zasad, z których Spółki giełdowe nie wywiązują się najczęściej na rynku brytyjskim pokazuje, że do najczęściej nieprzestrzeganych należą:

- **B.1.2** – Niezależność członków rady dyrektorów – Za wyjątkiem mniejszych spółek (spoza indeksu FTSE 350), niezależni dyrektorzy, wyłączając przewodniczącego, powinni stanowić co najmniej połowę rady dyrektorów.
- **C.3.1** – Funkcjonowanie Komitetów Audytu – Rada powinna ustanowić komitet audytu z udziałem 3, a przypadku mniejszych spółek (spoza FTSE 350) 2 niezależnych dyrektorów nie wykonawczych.
- **A.3.1** – Niezależność osób zarządzających – Przewodniczący rady powinien przy powołaniu spełniać wymagania dotyczące niezależności. Prezes spółki (CEO) nie powinien przechodzić na stanowisko przewodniczącego rady.
- **D.2.1** – Komitety ds. wynagrodzeń – Rada powinna ustanowić komitet wynagrodzeń z udziałem 3, a przypadku mniejszych spółek (spoza FTSE 350) 2 niezależnych dyrektorów nie wykonawczych.
- **B.2.1** – Komitety ds. nominacji – W spółce powinien być ustanowiony komitet nominacji, który powinien prowadzić proces nominacji do składu rady i formułować rekomendacje dla rady dyrektorów. Większość członków komitetu powinni stanowić niezależni dyrektorzy nie wykonawczy.
- **C.3.7** – Wybór biegłego rewidenta – Komitet audytu powinien ponosić odpowiedzialność za sformułowanie rekomendacji dotyczącej wyboru, przedłużenia lub zakończenia współpracy z biegłym rewidentem. Jeżeli rada nie zaakceptuje rekomendacji komitetu, powinna w sprawozdaniu rocznym podać rekomendację komitetu i powody nie zastosowania się do niej.
- **D.1.1** – Wynagrodzenia – Opracowując systemy wynagradzania dyrektorów wykonawczych opartych o wyniki, komitet wynagrodzeń powinien kierować się zapisami Kodeksu (są wymienione w załączniku). Zasady wynagradzania powinny przewidywać możliwość zwrotu lub wstrzymania wypłaty jakiegokolwiek części wynagrodzenia.
- **E.1.1** – Dialog z akcjonariuszami – Przewodniczący powinien zapewnić przekazanie całej radzie poglądów wyrażonych przez akcjonariuszy. Dyrektorzy nie wykonawczy powinni mieć możliwość uczestnictwa w posiedzeniu walnego zgromadzenia akcjonariuszy i powinni być obecni, jeśli akcjonariusze zgłosili taki wniosek.



Najczęściej niespełniane zasady

- **III.Z.2** – Z zastrzeżeniem zasady III.Z.3, osoby odpowiedzialne za zarządzanie ryzykiem, audyt wewnętrzny i compliance podlegają bezpośrednio prezesowi lub innemu członkowi zarządu, a także mają zapewnioną możliwość raportowania bezpośrednio do rady nadzorczej lub komitetu audytu.
- **II.Z.1** – Wewnętrzny podział odpowiedzialności za poszczególne obszary działalności spółki pomiędzy członków zarządu powinien być sformułowany w sposób jednoznaczny i przejrzysty, a schemat podziału dostępny na stronie internetowej spółki.
- **I.Z.1.3** – Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej (...) schemat podziału zadań i odpowiedzialności pomiędzy członków zarządu, sporządzony zgodnie z zasadą II.Z.1.

Niemcy



- **5.4.1** – skład Rady Nadzorczej – Skład rady nadzorczej powinien zapewnić, że kolektywnie posiada ona wiedzę, umiejętności i doświadczenie wymagane do właściwego wykonania jej obowiązków.
- **5.4.6** – wynagrodzenie Rady Nadzorczej – Członkowie rady nadzorczej otrzymują wynagrodzenie odpowiednie od powierzonych im zadań oraz sytuacji spółki. W przypadku wynagrodzenia opartego o wyniki, powinno być zorientowane na zrównoważony wzrost przedsiębiorstwa. Indywidualne wynagrodzenie członków zarządu powinno być ujawniane w sprawozdaniu z działalności.

Wielka Brytania



- **B.6.2** – Ocena zewnętrzna działalności rady – Ocena rad spółek wchodzących w skład indeksu FTSE 350 powinna być, co najmniej raz na 3 lata – moderowana przez osoby z zewnątrz. Tożsamość moderatora powinna zostać ujawniona w sprawozdaniu rocznym wraz z oświadczeniem o jej/jego ewentualnych związkach ze spółką.
- **A.4.1** – Rola Starszego Dyrektora Niezależnego – Rada powinna powołać jednego z niezależnych dyrektorów nie wykonawczych do pełnienia roli Starszego Dyrektora Niezależnego. Powinien on być dostępny dla akcjonariuszy jeśli mają obawy, których nie potrafili rozwiązać przewodniczący rady, prezes (CEO) lub pozostali dyrektorzy wykonawczy.
- **A.2.1** – Przewodniczący rady i prezes spółki (CEO) – Funkcje przewodniczącego rady i prezesa spółki nie mogą być sprawowane przez tę samą osobę. Podział odpowiedzialności pomiędzy przewodniczącego rady i prezesa spółki powinny być jasno określone, udokumentowane na piśmie i zaakceptowane przez radę.



Monika Nachyta

Członek Rady Ekspertów Forum Rad Nadzorczych,
Niezależny członek rad nadzorczych
BGŻ BNP Paribas, Euler Hermes, Allianz Polska, Mykogen SA, Graal SA

Rozdział II dobrych praktyk – wyzwania dla rad nadzorczych

Wypowiadając słynne słowa o tym, że jedyną stałą rzeczą w życiu jest zmiana, Heraklit z Efezu nie miał pojęcia, jak prawdziwe się staną w roku 2017. Jednak drobna różnica pomiędzy jego perspektywą, a tym, co widzimy dzisiaj, polega na tym, że nie o całe życie już tu chodzi, lecz miesiące i tygodnie. Zmiana, zakłócenie lub zacerpnięte z języka angielskiego popularne „disruption”, przestały być zjawiskiem. Zamieniły się w codzienność, z którą mierzymy się pomiędzy poranną kawą a popołudniowym wydaniem wiadomości. Rzeczywistość, w której funkcjonują dzisiejsze spółki, ich zarządy i rady nadzorcze to nieustannie zmieniający się kalejdoskop nowych zdarzeń rynkowych, do których trzeba dostosować swoje działanie. Jaki charakter ma owo zakłócenie? Jedyna dobra odpowiedź, jaka się nasuwa to: nieprzewidywalny. Zakłóceniem będą dramatyczne zmiany w układzie geopolitycznym, takie jak Brexit, rozprzestrzeniająca się technologia i digitalizacja oraz nadciągające wraz z nią ryzyka cybersecurity, przegrupowania kapitałowe wśród graczy biznesowych zmieniające obraz konkurencji czy nowe regulacje rynkowe i branżowe stawiające do pionu zarządzających organizacjami. Jak wieszczą autorytety (Carnegie Technical Institute) zakłóceniu ulega nawet klasyczny model zarządzania – **za 85% sukcesu finansowego firm odpowiada dziś przede wszystkim osobowość zarządzających, ich umiejętność komunikowania się, negocjacji i postawa lidera, a nie wiedza techniczna.**

Jakie płyną z tego wnioski dla akcjonariuszy powołujących dzisiejsze rady nadzorcze? Najważniejszy z nich to taki, że kluczem do sukcesu będzie dobór różnorodnego i zdolnego do dynamicznej współpracy jako zespół, składu rady. Rady, która poświęci właściwą ilość czasu na właściwe tematy. Oklepana już różnorodność nabiera więc całkiem nowego znaczenia. Nie chodzi już tylko o szeroką reprezentację płci czy rasy, ale różnorodność doświadczenia, kompetencji, światopoglądu czy kultury biznesowej. **Przypadkowe i łatwe wybory oparte jedynie na znajomościach czy prestiżu, urastają do rangi działania na szkodę spółki.** Poddawana ciągłym próbom rada, powinna być nie tylko merytorycznym partnerem do rozmowy dla zarządu, ale jednocześnie świadomym obserwatorem rynku i gwarantem zgodności z prawem. Może więc sięganie po zawodowych, niezależnych członków rad nadzorczych przestanie być złem koniecznym?

W kontekście powyższego, przedstawione w niniejszym raporcie dane statystyczne, zebrane w przeprowadzonym badaniu, niestety nie przynoszą dobrych wieści. Spośród 11 zasad zawartych w rozdziale o zarządach i radach nadzorczych, jedna z najczęściej, bo aż w 17% nieprzestrzegana zasada, to ta, która mówi o powoływaniu w skład rad nadzorczych niezależnych członków (II.Z.3 Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej spełnia kryteria niezależności, o których mowa w zasadzie II.Z.4.). Konsekwencją tej słabości jest oczywiście kolejna, czyli brak niezależnych

przewodniczących komitetów audytu (II.Z.8 Przewodniczący komitetu audytu spełnia kryteria niezależności wskazane w zasadzie II.Z.4.). Dlaczego? Zapewne nie istnieje jedna dobra odpowiedź. Ciągłe słabo rozwinięty na polskim rynku zawód niezależnego członka rad nadzorczych może być jednym z powodów lub wymówek, ale z pewnością nie na taką skalę. Co może odstraszać akcjonariuszy przy wyborze do rad członków niezależnych? Z pewnością niewygodne pytania, które zadać może jedynie osoba niepowiązana funkcjonalnie ze spółką, na którą nie można wpłynąć poprzez zakulisowe naciski. Osoba odporna na siłę wewnętrznej hierarchii i układów sił. Wyzwanie jakim może być ocena kogoś „z zewnątrz”, czy wysiłek, który trzeba włożyć w analizę innych niż dotychczasowe rozwiązania, przyniesionych wraz z doświadczeniem niezależnych. W skrócie – niewygodna komplikacja.

Kolejna zasada, z zastosowaniem której kłopoty ma aż 21,4% spółek z warszawskiej giełdy, to brak wymagań co do uzyskania przez członków zarządu spółki zgody rady nadzorczej na zasiadanie w organach spółek spoza grupy kapitałowej spółki (II.Z.2). Jednym słowem, w jakie projekty i inicjatywy może swobodnie angażować się członek zarządu i kto powinien mieć tutaj prawo weta. Jak słusznie zauważają autorzy raportu, kwestia ta dotyczy nie tylko klasycznego konfliktu interesów, lecz także, coraz częściej wymienianego wśród kluczowych, ryzyka reputacyjnego spółki. Z punktu widzenia rady nadzorczej, do której zadań należy

między innymi ocena jakości i skuteczności pracy zarządu, powstaje też pytanie co do ilości czasu i uwagi jaką zarząd powinien poświęcać na zarządzanie spółką. Uczciwa rozmowa na ten temat, z zachowaniem szacunku dla indywidualnych zainteresowań, ale także stopnia skomplikowania aktualnych zadań stojących przed spółką, z pewnością pomoże obu stronom upewnić się, co do właściwego bilansu. Zatem przy właściwym podejściu obu stron, uzyskanie takiej zgody powinno być wyrazem ich troski o dobro spółki, a nie próbą ingerencji w kwestie osobiste.

Podsumowując przedstawione w tabeli wszystkie informacje co do wypełniania przez spółki 11 zasad II rozdziału dobrych praktyk, uzyskany wynik nie jest jednoznaczny. Mimo wykonanej przez spółki sporej pracy w dostosowywaniu swoich procedur wewnętrznych do zaleceń GPW, widać ciągle, że największe odchylenia występują w kwestii tak fundamentalnej, jak skład rady nadzorczej. Pozostawia to ciągle przestrzeń do dalszej poprawy i oczekiwanie, że rok 2017 będzie rokiem, który upłynie pod znakiem rekrutacji niezależnych członków rad nadzorczych.

Wyzwania Rad Nadzorczych w 2017

Klasyczny „czteropak” odpowiedzialności rady nadzorczej, czyli nadzór nad sprawozdawczością finansową, systemem kontroli wewnętrznej, audytem wewnętrznym oraz relacja z audytorem zewnętrznym, już dzisiaj nie wystarcza. Coraz bardziej wydłużająca się lista, o której rozwój nieustannie dbają regulator i ustawodawca, nakłada na dzisiejsze rady nadzorcze nowe obowiązki, nie tylko sprawozdawcze, jak wprowadzony w 2016 roku MAR, ale także konieczność nieustannego doksztalcania się i śledzenia nowinek z zakresu prawa, rachunkowości czy rekomendacji KNF. A podstawowy cel pracy rady, jakim jest budowanie długoterminowej wartości spółki, wymaga od jej członków odwagi w odgrywaniu coraz bardziej skomplikowanych ról: psychologa, mentora czy stratega.

Do powyższego zestawu obowiązkowego trzeba jeszcze dodać najnowsze wyzwania, które z pewnością będą nadal gorącymi tematami w 2017 roku.

Po pierwsze pełne zrozumienie czym jest otaczający nas cyfrowy świat. Błyskawicznie rozwijająca się technologia i narastające zagrożenia dla bezpieczeństwa danych i stosowanych przez firmy narzędzi, to tylko część wyzwania. Nowym wymiarem, który dociera również na poziom rady nadzorczej, jest zrozumienie, jak ważne stały się kanały cyfrowej komunikacji i media społecznościowe. Ich wykorzystanie przez firmy jako narzędzia sprzedażowego i marketingowego mogą mieć kluczowe znaczenie dla sukcesu lub porażki strategii sprzedażowych. A komunikowanie się z klientem w czasie rzeczywistym, odpowiedź na jego potrzeby i wymagania stanowią o przewadze konkurencyjnej firm. Taka potrzeba staje się najbardziej widoczna w sytuacjach kryzysowych, które dotyczą społeczności klientów, takich jak zmiany kapitałowe czy organizacyjne w spółkach. Błyskawiczna wymiana opinii o zaistniałych problemach, czarny PR czy zwykła dezinformacja stają się potężnym narzędziem nacisku na zarządzających. Rada, która nie potrafi zadać zarządowi właściwych pytań, zapewnić spółce strategii uwzględniającej rzeczywistość cyfrową i nowoczesne plany komunikacji, nie spełni dobrze swojego zadania.

To zagadnienie prowadzi do kolejnego wyzwania, jakim jest konieczne przeobrażenie klasycznych procesów budowania średnio i długoterminowych strategii w ich nowoczesną, na bieżąco aktualizowaną wersję. Rolą rady nadzorczej było do tej pory cykliczne zatwierdzanie i monitorowanie wykonania strategii spółki. Jednak nowe podejście do strategii wymagać będzie regularnego monitorowania zmian otoczenia rynkowego spółki i aktywnego inicjowania rozmów z zarządem na temat dostosowania do nich działań spółki. Konieczne tu będą zarówno zrozumienie,

czym jest nowoczesna strategia, jak i umiejętności zarządzania procesem jej budowania oraz pracą połączonych zespołu zarząd-rada. Budowanie strategii powinno stać się procesem ciągłym, w czym pomóc może tworzenie w ramach rad nadzorczych komitetów strategicznych. Mimo ciągle jeszcze wyraźnej niechęci spółek do powoływania takich komitetów, ich zasługą może stać się nie tylko posiadanie przez spółkę aktualnej i profesjonalnie zdefiniowanej strategii, ale również odzwierciedlenie w jej założeniach równowagi pomiędzy interesami akcjonariuszy, zarządu i reprezentowanej przez radę spółki.

Po trzecie, wszechobecny temat zarządzania kapitałem ludzkim nabierze dla rad nadzorczych jeszcze większego znaczenia w czasach ciągłej zmiany i zakłóceń. Wyzwania, którym sprostać będą musiały zespoły nadzorcze to nie tylko właściwy dobór członków zarządów pod względem kompetencji i doświadczenia. Kluczowe stanie się misterne komponowanie różnorodnych osobowości w zespoły przygotowane do błyskawicznego rozwiązywania problemów, adaptowania nowych technologii i nade wszystko doskonałego komunikowania się. A zapewnienie sprawnego funkcjonowania organizacji będzie musiało zostać oparte na zrozumieniu potrzeb pracowników, należących zarówno do bardziej tradycyjnych grup wiekowych, jak i wkraczającej pewnie do gry generacji Z.



Agnieszka Gontarek

Przewodnicząca Komitetu Konsultacyjnego GPW ds. Ładu Korporacyjnego.
Prezes BondSpot SA

Podsumowanie – koniec taryfy ulgowej

Po lekturze raportów o stanie stosowania postanowień zawartych w DPSN2016 można wysnuć wniosek, że wielu pomyłek interpretacyjnych, skutkujących czasami „nadmiarowymi” oświadczeniami o niestosowaniu, można by uniknąć już tylko po skorzystaniu z materiałów pomocniczych dostępnych na stronie www.gpw.pl. W materiałach udostępnianych przez Giełdę można znaleźć wyjaśnienie wielu zagadnień i dowiedzieć się, jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne odnoszące się do Dobrych Praktyk 2016. W podręczniku poświęconym Dobrym Praktykom 2016 autor Andrzej S. Nartowski, wybitny ekspert w dziedzinie corporate governance, w przystępny i przejrzysty sposób tłumaczy istotę poszczególnych zasad i rekomendacji oraz udziela wskazówek, co może być uznane za niestosowanie danego postanowienia. Podręcznik ten, w przyjaznej formie edytorskiej ułatwiającej odszukiwanie interesujących nas rozdziałów i jednostek redakcyjnych, jest dostępny na stronie internetowej GPW. Na tej samej stronie zamieszczono sekcję „Pytania i Odpowiedzi” (FAQ), która powstała w oparciu o pytania odnoszące się do Dobrych Praktyk 2016, zadawane przez spółki giełdowe, prawników, znawców przedmiotu. W sekcji tej można znaleźć instrukcje i wyjaśnienia odnoszące się do kilkudziesięciu zasad Dobrych Praktyk 2016 oraz sposobu wypełniania obowiązków informacyjnych.

Podsumowując przedstawione w niniejszym raporcie zestawienie stosowania Dobrych Praktyk 2016, z satysfakcją można dostrzec dość wysoki, bo wynoszący 86%, poziom akceptacji nowego zbioru zasad

ładu korporacyjnego wśród spółek, które złożyły raporty dotyczące ładu korporacyjnego w systemie EBI. Można wskazać spółki wyróżniające się dojrzałym i odpowiedzialnym podejściem do nowych Dobrych Praktyk, co nabierze jeszcze większej wyrazistości po publikacji raportów rocznych. Natomiast z całą pewnością pozostaje jeszcze wiele do zrobienia.

W pierwszym roku obowiązywania Dobrych Praktyk 2016 GPW położyła nacisk głównie na edukację, dając spółkom czas na dostosowanie swojego corporate governance do standardów wyznaczonych w nowym zbiorze. Nie bez znaczenia dla takiego właśnie podejścia było i to, że rok 2016 upłynął pod znakiem wejścia w życie rozporządzenia UE ws. nadużyć na rynku (tzw. MAR), co dla większości spółek oznaczało wzmożony wysiłek, spowodowany na nowo zainteresowaniem się przepisami dotyczącymi obowiązków związanych z informacją poufną. Po pierwszych gruntownych podsumowaniach stanu stosowania zasad DPSN2016 martwi zbyt dużo zidentyfikowanych przypadków wskazujących na niewypełnianie obowiązków określonych w § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy. **Ten stan rzeczy wskazuje na konieczność niezwłocznego podjęcia działań polegających na sprawdzaniu prawdziwości i kompletności publikowanych wyjaśnień.** Na potrzebę ich realizacji wskazuje również KE w przywoływanym wyżej zaleceniu. Giełda przystąpiła do monitorowania sposobu wypełniania przez spółki regulacji dotyczących zasad ładu korporacyjnego. Podjęte zostały działania dyscyplinujące wobec spółek, niewypełniających prawidłowo

obowiązków informacyjnych w tym zakresie. Wydaje się, że z uwagi na charakter zasad ładu korporacyjnego podstawowym działaniem jest pisemne dyscyplinowanie emitentów do prawidłowego wypełnienia nałożonych Regulaminem Giełdy obowiązków. Ewentualne nakładanie kar regulaminowych (kara upomnienia) powinno mieć miejsce jedynie w przypadkach rażącego i uporczywego niestosowania się do przepisów regulaminowych w zakresie publikacji raportów dotyczących Dobrych Praktyk. **Rozważenia wymaga także ewentualna kwestia nagłaśniania najbardziej rażących przypadków niestosowania zasad ładu korporacyjnego, w sytuacji, gdy naruszony zostaje interes akcjonariuszy.**

Zasady mają służyć akcjonariuszom

Określając stosunek spółki do stosowania zasad zawartych w Dobrych Praktykach 2016, należy mieć przede wszystkim na uwadze, dla kogo powstają zbiory zasad corporate governance. O ile podmiotami zobowiązanymi do wdrażania rozwiązań wynikających z zasad ładu korporacyjnego są przede wszystkim same spółki, to jednak zasady te tworzone są dla akcjonariuszy. Akcjonariusze są wyposażeni tym samym w narzędzia służące wspieraniu efektywnego zarządzania, skutecznego nadzoru, poszanowania ich praw i przejrzystej komunikacji spółki z rynkiem. Dobre Praktyki to kodeks postępowania dla samych spółek, również i takich, które dopiero myślą o uzyskaniu statusu spółki publicznej. DPSN2016 stają się papierkiem lakmusowym pokazującym,

w jaki sposób spółki podchodzą do swojej obecności na rynku publicznym. Czy w jawny sposób kontestują idee wyrażane poprzez zasady corporate governance i ich użyteczność dla rynku kapitałowego, czy też utożsamiają się z postępem i nowoczesnością w prowadzeniu relacji inwestorskich, zyskując przychyłność inwestorów? Kontestatorzy idei corporate governance zarzucają ich nieprzydatność, choćby z tego powodu, że w wielu przypadkach publikowane oświadczenia spółek mijają się z prawdą. Z tego też względu dla podnoszenia jakości corporate governance oraz wyjaśnień spółek w tym zakresie niezbędna jest większa aktywność na tym polu samych zainteresowanych. Wzmocnienie rynkowych mechanizmów kontrolnych oraz udostępnienie uczestnikom rynku kapitałowego nowych narzędzi informacyjnych, w połączeniu z działaniami edukacyjnymi, powinny zwiększać zainteresowanie inwestorów tematyką ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych, co z kolei może zaowocować większą presją wywieraną w tym obszarze na emitentów i podnoszeniem rangi tematyki corporate governance wśród akcjonariuszy, którzy powinni być głównymi beneficjentami „dobrego corporate governance” w spółkach giełdowych.





Na czym powinny skupić się spółki, inwestorzy i regulatorzy w kolejnych latach, aby podnieść poziom ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym?

Dobre praktyki dla emitentów są zasadami, na jakich przestrzeganie „umawiają” się z inwestorami. Poziom ich stosowania oraz jakość wyjaśnień świadczą o emitencie, jego dojrzałości, jak również o szacunku do inwestorów. Wysoki poziom ładu korporacyjnego w spółce powinien podwyższać bezpieczeństwo inwestycji.

Do 16 lutego 2017 roku ponad 20% spółek notowanych na GPW nie wypełniło obowiązku informacyjnego w zakresie poinformowania o nieprzestrzeganiu zasad dobrych praktyk. Spośród pozostałych 353 spółek, większość raportów nadaje się do poprawy, chociażby w zakresie publikowanych wyjaśnień. Z przeprowadzonej analizy raportów spółek wynika bardzo jasno niska ich jakość. Można wyłonić też kilka zasad „odrzuconych” przez rynek, głównie z obszaru rozdziału I. Mamy również trzy zasady, które z poziomu deklaracji, nie dotyczą ponad 1/3 spółek.

Warto zwrócić uwagę na wysoki poziom niespełniania ważnych zasad, w kluczowych obszarach, takich jak: **konflikt interesów, niezależność, podział odpowiedzialności**

w zarządzie, akceptacja rady nadzorczej dla transakcji z podmiotami powiązanymi, czy wynagrodzenia. Taki stan rzeczy prowadzi do wniosku, że warto skupić się na powrocie do podstaw zasad ładu korporacyjnego i wyjaśnić ich znaczenie zarówno dla emitentów jak i przede wszystkim dla inwestorów i akcjonariuszy.

Część emitentów być może świadomie nie stosuje niewygodnych zasad, szczególnie w sytuacji, w której nikt specjalnie nie zwraca na ten obszar uwagi, żaden inwestor ani regulator o to nie pyta, a akcje spółki mają się dobrze. Na pewno istnieje też grupa spółek, które nie rozumieją celu zasad, w związku z tym nie widzą potrzeby ich stosowania. Wielu emitentów prezentuje też podejście asekuracyjne, czyli deklaruje niespełnianie na wszelki wypadek. Można spotkać się też z opinią, że na polskiej giełdzie notowanych jest wiele podmiotów, które nie mają planu rozwoju i ekspansji, nie szykują kolejnych emisji, nie generują wysokich obrotów i nie widzą konieczności spełniania standardów, jakie panują na rynku kapitałowym.

Aby przybliżyć rynkowi poziom i znaczenie stosowania dobrych praktyk wśród spółek notowanych na polskiej giełdzie, warto zadbać o:

- dostępność przekrojowej analizy poziomu zgodności spółek na tle całego rynku.
- weryfikację raportów i jakości wyjaśnień.
- odpowiednie działania edukacyjne prowadzone wśród emitentów, inwestorów i akcjonariuszy.
- aktywność inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych.
- zainteresowanie mediów ekonomicznych.
- system motywacyjny dla spółek zachęcający do stosowania dobrych praktyk i poprawnego raportowania w tym zakresie.
- zwiększenie świadomości i roli rad nadzorczych w zakresie podnoszenia poziomu ładu korporacyjnego w nadzorowanych spółkach.

Kolejne podsumowanie raportów spółek zostanie przygotowane po terminie publikacji raportów rocznych. Pozostaje mieć nadzieję, że emitenci, ich rady nadzorcze, wykorzystają ten czas na działanie w celu poprawy sytuacji w tym zakresie.



Piotr Cieślak

Wiceprezes Zarządu

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Wydaje się, że zbiór dobrych praktyk stanowi na ten moment w dużym stopniu dobry kompromis, a zarazem dobre narzędzie dla spółek i ich otoczenia.

Nowe zasady wciąż obowiązują zbyt krótko, aby już dziś decydować i rozstrzygać o ich modyfikacji, czy też łagodzeniu części obowiązków przez ich zniesienie. Spółki cały czas dostosowują się do nowych reguł, uczą się ich, stosując je raz lepiej, a raz gorzej. Warto dać jeszcze czas obecnie zaimplementowanym regulacjom. Na dziś rozważyłbym jedynie przeniesienie części regulacji z poziomu rekomendacji do poziomu zasad, jak choćby tych dotyczących terminów publikacji raportów okresowych i dnia, na który zwoływane są obrady ZWZ.

Stowarzyszenie dostrzega konieczność wdrożenia narzędzi, które będą kładły na emitentów giełdowych większą presję na realizację jak największej liczby zasad zapisanych w zbiorze dobrych praktyk, w tym w szczególności ich późniejszą realizację. Presja ta z jednej strony powinna być premiowana w postaci dodatkowych preferencji dla spółek np. w zakresie opłat pobieranych od emitentów, ale także sankcjonowana adekwatnie w przypadku naruszeń obowiązujących zasad. Niezależnie od powyższego kluczowym dla użyteczności dobrych praktyk, szczególnie dla inwestorów, powinno być stworzenie narzędzia, które pozwoli na pogrupowanie w jednym miejscu informacji na temat stosowania zasad przez emitentów, jak i informacji dotyczących naruszeń konkretnych zasad. Przydatne byłoby również stworzenie w ramach tego narzędzia bazy danych, która pozwoliłaby na selekcję emitentów według kryterium stosowania wybranych zasad dobrych praktyk. Obecnie takiej bazy brakuje, co niestety istotnie utrudnia szybką analizę spółek giełdowych pod kątem wypełniania przez te podmioty określonych reguł. Wskazane wydaje się także, aby Giełda Papierów Wartościowych prowadziła publicznie dostępne rankingi (w oparciu o poziom stosowania dobrych praktyk), które z jednej strony pozwolą wyróżnić się spółkom dbającym o najwyższą transparentność, a z drugiej strony pozwolą na obiektywne i publiczne piętnowanie tych emitentów, którzy nie przykładają większej wagi do stosowania licznych zasad wynikających z dobrych praktyk. Narzędzie takie byłoby niezwykle przydatne dla inwestorów giełdowych.



dr hab. Sebastian Buczek

Prezes Zarządu Quercus TFI S.A.

Według mnie na szczególną uwagę inwestorów zasługuje kilka zasad, ważnych w przypadku spółek z akcjonariuszem większościowym:

- Projekty uchwał, które mogą budzić wątpliwości akcjonariuszy mniejszościowych. Część spółek z dominującym akcjonariuszem nie stosuje się do tej zasady lub uzasadnienia są wątpliwe.
- Walne zgromadzenie akcjonariuszy – podejmowanie uchwał, które mają nie naruszać interesów poszczególnych grup akcjonariuszy.
- Dzień dywidendy – dzień wypłaty – warto przyjrzeć się, jak w praktyce wygląda odstęp czasu pomiędzy dniem podjęcia uchwały przez WZA a faktyczną wypłatą. Czasami trwa to nawet kilka miesięcy. Sądzę, że jest to element, który warto doprecyzować w dobrych praktykach, aby wypłata odbywała się np. w ciągu 1 miesiąca od WZA.
- Konflikty interesów – transakcje z podmiotami powiązanymi. W takich przypadkach decyzję powinno podejmować Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, z głosowania powinien być wyłączony podmiot, którego transakcja dotyczy. Akcjonariusze mniejszościowi powinni móc się wypowiedzieć. Dziś często akcjonariusz większościowy przegłosowuje takie transakcje na siłę – wbrew interesom pozostałych akcjonariuszy. Oczywiście takiemu głosowaniu powinny podlegać transakcje określonej skali. Uważam, że to nie rada nadzorcza powinna akceptować wątpliwe uchwały, ale mniejszościowi akcjonariusze na walnym zgromadzeniu.
- Sytuacja spółki a osoby publiczne. Bardzo często w ostatnich kwartałach politycy wypowiadali się na temat spółek (podatki sektorowe, kwestia kredytów CHF itd.) – przez co następowały znaczące wahania kursów. Inwestorzy tracą pieniądze przez zamierzoną lub nie, manipulację informacją.



Metodyka analizy

Analiza stosowania przez spółki zasad DPSN 2016 dokonana została na podstawie raportów opublikowanych w postaci formularzy w giełdowym systemie raportowania EBI. Od 1 stycznia 2016 r. do 16 lutego 2017 r. łącznie 353 spółki (spośród 487 notowanych na Głównym Rynku GPW) opublikowało raporty bieżące dotyczące zasad Dobrych Praktyk, w większości informujących o niestosowaniu jednej lub większej liczby zasad, co stanowi realizację obowiązku wynikającego z § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy.

Jak zaznaczyliśmy wcześniej, publikacji w systemie EBI podlegają jedynie przypadki niestosowania zasad DPSN.

Analiza informacji udostępnionych przez spółki, które nie opublikowały raportu w systemie EBI wskazuje na to, że część spółek, która nie stosuje co najmniej jednej zasady opublikowała stosowane informacje, ale w systemie ESPI lub na korporacyjnej stronie internetowej. Część spółek nie opublikowała żadnej informacji. Pełniejsza analiza możliwa będzie po opublikowaniu przez spółki raportów rocznych w 2017 r.

Z tego względu należy mieć na uwadze, że liczba spółek niestosująca się do poszczególnych zasad może być większa niż podana w raporcie. Podane statystyki należy zatem odczytywać jako „co najmniej”, np. co najmniej 262 spółki nie stosują zasady I.Z.1.20.,

dotyczącej zamieszczenia na stronie internetowej zapisu przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo. Do 16 lutego 2017 w giełdowym systemie EBI przy użyciu formularza zaraportowało 353 spółki. 14 kolejnych podmiotów wypełniło obowiązek informacyjny zamieszczając swoje raporty w systemie EBI nie wykorzystując przeznaczonego do tego celu formularza, natomiast pojawiły się również spółki, które opublikowały raporty nieprawidłowo - przy wykorzystaniu systemu do raportowania Komisji Nadzoru Finansowego ESPI. **W niniejszym raporcie analizie poddane zostały tylko raporty opublikowane w postaci formularzy złożonych w giełdowych systemie EBI. Nie dokonywaliśmy analizy jakościowej pozostałych raportów.**



Spis zasad szczegółowych Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016

I. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami

- I.Z.1. Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu, oprócz informacji wymaganych przepisami prawa:
 - I.Z.1.1. podstawowe dokumenty korporacyjne, w szczególności statut spółki,
 - I.Z.1.2. skład zarządu i rady nadzorczej spółki oraz życiorysy zawodowe członków tych organów wraz z informacją na temat spełniania przez członków rady nadzorczej kryteriów niezależności,
 - I.Z.1.3. schemat podziału zadań i odpowiedzialności pomiędzy członków zarządu, sporządzony zgodnie z zasadą II.Z.1,
 - I.Z.1.4. aktualną strukturę akcjonariatu, ze wskazaniem akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce – na podstawie informacji przekazanych spółce przez akcjonariuszy zgodnie z obowiązującymi przepisami,
 - I.Z.1.5. raporty bieżące i okresowe oraz prospekty emisyjne i memoranda informacyjne wraz z aneksami, opublikowane przez spółkę w okresie co najmniej ostatnich 5 lat,
 - I.Z.1.6. kalendarz zdarzeń korporacyjnych skutkujących nabyciem lub ograniczeniem praw po stronie akcjonariusza, kalendarz publikacji raportów finansowych oraz innych wydarzeń istotnych z punktu widzenia inwestorów – w terminie umożliwiającym podjęcie przez inwestorów decyzji inwestycyjnych,
 - I.Z.1.7. opublikowane przez spółkę materiały informacyjne na temat strategii spółki oraz jej wyników finansowych,
 - I.Z.1.8. zestawienia wybranych danych finansowych spółki za ostatnie 5 lat działalności, w formie umożliwiającym przetwarzanie tych danych przez ich odbiorców,
 - I.Z.1.9. informacje na temat planowanej dywidendy oraz dywidendy wypłaconej przez spółkę w okresie ostatnich 5 lat obrotowych, zawierające dane na temat dnia dywidendy, terminów wypłat oraz wysokości dywidend – łącznie oraz w przeliczeniu na jedną akcję,
 - I.Z.1.10. prognozy finansowe – jeżeli spółka podjęła decyzję o ich publikacji – opublikowane w okresie co najmniej ostatnich 5 lat, wraz z informacją o stopniu ich realizacji,
 - I.Z.1.11. informację o treści obowiązującej w spółce reguły dotyczącej zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, bądź też o braku takiej reguły,
 - I.Z.1.12. zamieszczone w ostatnim opublikowanym raporcie rocznym oświadczenie spółki o stosowaniu ładu korporacyjnego,
 - I.Z.1.13. informację na temat stanu stosowania przez spółkę rekomendacji i zasad zawartych w niniejszym dokumencie, spójną z informacjami, które w tym zakresie spółka powinna przekazać na podstawie odpowiednich przepisów,
 - I.Z.1.14. materiały przekazywane walnemu zgromadzeniu, w tym oceny, sprawozdania i stanowiska wskazane w zasadzie II.Z.10, przedkładane walnemu zgromadzeniu przez radę nadzorczą,

Kontakt do autorów raportu



Krzysztof Szuldrzyński

Partner Zarządzający Działem Audytu w PwC
Tel.: +48 502 184 103
Email: krzysztof.szuldrzynski@pl.pwc.com



Agnieszka Gontarek

Prezes Zarządu BondSpot SA
Tel.: +48 603 360 019
Email: agnieszka.gontarek@bondspot.pl



Piotr Rówiński

Ekspert w dziedzinie ładu korporacyjnego
Tel.: +48 502 184 003
Email: piotr.rowinski@pl.pwc.com



Janusz Sochański

Dział Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych
w Warszawie S.A.
Tel.: +48 609 831 833
Email: Janusz.Sochanski@gpw.pl



Mariusz Walkiewicz

Ekspert w dziedzinie analizy danych
i audytu procesów
Tel.: +48 502 184 291
Email: mariusz.walkiewicz@pl.pwc.com



Lech Dąbrowski

Ekspert w dziedzinie ładu korporacyjnego
Tel.: +48 519 507 256
Email: lech.x.dabrowski@pl.pwc.com



Agnieszka Janković-Żelazna

Koordynator Forum Rad Nadzorczych
Tel.: +48 519 504 385
Email: agnieszka.jankovic-zelazna@pl.pwc.com