

Agata Adamska¹

Projekt Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych – ocena w świetle zasady proporcjonalności

Synteza

Projekt *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* wpisuje się w ogólnoświatowy trend ustanawiania regulacji wzbogacających istniejący porządek prawny o rozwiązania dotyczące ładu korporacyjnego. W ostatnich latach w różnych krajach pojawiają się również propozycje dodatkowych uregulowań w tym zakresie odnoszących się do podmiotów sektora finansowego. Najbardziej rozpowszechnioną formą wprowadzania tego typu rozwiązań jest konstruowanie kodeksów dobrych praktyk (zarówno przez regulatorów, jak i w ramach oddolnych inicjatyw), które są przyjmowane przez poszczególne podmioty dobrowolnie lub na zasadzie „stosuj lub wyjaśnij”. Zdecydowanie mniej popularne jest stanowienie zasad dobrych praktyk jako formy obowiązującego prawa, chociaż propozycja Komisji Nadzoru Finansowego nie jest pod tym względem rozwiązaniem precedensowym.

Projekt *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* obejmuje wytyczne dotyczące struktury organizacyjnej podmiotu, organów zarządzających i kontrolnych, relacji z interesariuszami (udziałowcami, członkami organów spółki, pracownikami i klientami), a także zasad odnoszących się do postępowania w takich obszarach jako kontrola wewnętrzna zarządzania ryzykiem czy polityka informacyjna. Zakres regulacji jest dość szeroki – szerszy niż w innych tego typu rozwiązaniach, które z reguły nie uwzględniają kwestii działań promocyjnych ani relacji z klientami .

Biorąc pod uwagę spadek zaufania publicznego do podmiotów sektora finansowego, w tym banków, istnieje potrzeba działań służących jego przywróceniu. Wdrożenie proponowanych regulacji może być w tym pomocne nie tylko ze względu na pojawiające się w ich treści zapisy (np. dotyczące relacji z klientami), ale również dlatego, iż wzmacniają one pozycję organu nadzoru, który stanowi źródło wiarygodności wymuszonej banków, będącej obecnie podstawą zaufania publicznego do tych podmiotów.

¹ Dr hab. A. Adamska jest Z-cą Dyrektora Instytutu Finansów Korporacji i Inwestycji, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

Sposób opracowania projektu *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* odbiega jednak od najlepszych standardów tworzenia prawa. Nie sprecyzowano bowiem w przedstawionej propozycji w wyraźny sposób celów regulacji, mogących stanowić punkt odniesienia w ocenie skuteczności jej wdrożenia; nie przeprowadzono analizy kosztów wprowadzenia regulacji, nie ujawniono wyników takiej analizy, co mogłoby pozwolić na ocenę efektywności rozwiązań alternatywnych (np. samoregulacji). Oprócz procesu tworzenia regulacji pewne wątpliwości budzą też niektóre jej elementy – przede wszystkim niejednoznacznie określony krąg adresatów, nieścisłości terminologiczne, możliwa sprzeczność z innymi przepisami. Wdrożenie proponowanych rozwiązań powinno być zatem poprzedzone wyjaśnieniem pojawiających się wątpliwości. Zalecane byłoby również wprowadzanie regulacji etapami – objęcie nią na początku tych kategorii podmiotów, w przypadku których wymagany zakres wewnętrznych dostosowań byłby najmniejszy, a następnie stopniowe rozszerzanie kręgu instytucji zobligowanych do przestrzegania zawartych w regulacji zasad. Takie podejście przy jednoczesnym ciągłym i wszechstronnym monitorowaniu skutków wprowadzenia regulacji stwarzałoby możliwość dokonywania na bieżąco korekt pozwalających na uniknięcie niepożądanych efektów funkcjonowania *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*.

Spis treści

Wstęp.....	4
1. Źródła regulacji dotyczących ładu korporacyjnego banków i instytucji finansowych w Polsce	4
2. Cel ładu korporacyjnego a cel regulacji	7
3. Zakres podmiotowy wprowadzanej regulacji	8
4. Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych jako kodeks dobrych praktyk	11
5. Zasady nadrzędne i ich wdrażanie	12
6. Projekt Zasad... na tle rozwiązań obowiązujących w innych krajach	14
7. Ocena projektu w kontekście zasady proporcjonalności.....	18
7.1. Odpowiedniość - kryteria zarządcze	19
7.2. Odpowiedniość - kryteria prawne	19
7.3. Odpowiedniość - kryteria finansowe.....	20
7.4. Odpowiedniość - kryteria społeczno-ekonomiczne	21
7.5. Konieczność - kryteria zarządcze.....	21
7.6. Konieczność - kryteria prawne.....	22
7.7. Konieczność - kryteria finansowe	22
7.8. Konieczność - kryteria społeczno-ekonomiczne.....	22
7.9. Proporcjonalność <i>sensu stricto</i> - kryteria zarządcze	23
7.10. Proporcjonalność <i>sensu stricto</i> - kryteria prawne	23
7.11. Proporcjonalność <i>sensu stricto</i> - kryteria finansowe.....	24
7.12. Proporcjonalność <i>sensu stricto</i> - kryteria społeczno-ekonomiczne.....	24
Podsumowanie	25

Wstęp

Celem niniejszego opracowania jest analiza projektu *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* w kontekście jego zgodności z zasadą proporcjonalności. Za istotne elementy składowe tej zasady przyjmuje się odpowiedniość, konieczność oraz proporcjonalność *sensu stricto*². Projekt został skierowany przez Przewodniczącą Komisji Nadzory Finansowego Andrzeja Jakubiaka do konsultacji w dniu 14 stycznia 2014 r. *Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* miałyby wejść w życie nie później niż do końca 2014 r.

Opracowanie obejmuje ogólną charakterystykę źródeł regulacji dotyczących ładu korporacyjnego w ujęciu międzynarodowym i krajowym z uwzględnieniem regulacji odnoszących się do podmiotów sektora finansowego. Przeanalizowano w nim również cel projektowanego rozwiązania w kontekście ogólnego celu *corporate governance*, jakim jest przede wszystkim ograniczanie problemu agencji, czyli minimalizowanie konfliktów wynikających z rozbieżności interesów różnie definiowanych „pryncypałów” i „agentów”. W opracowaniu zwrócono także uwagę na zakres podmiotowy wprowadzonej regulacji oraz relacje między nią a kodeksami dobrych praktyk rozpatrywanymi jako elementy samoregulacji. Rozważono, w jakim stopniu można uznać proponowane rozwiązanie za tego typu kodeks. Dodatkowo, odnosząc się do zakresu przedmiotowego regulacji, zdefiniowano główne zasady nadrzędne, jakie można odnaleźć w treści projektu oraz wskazano na problemy zastosowania niektórych zapisów odnoszących się do tych zasad. Dokonano również porównania projektu regulacji z podobnymi rozwiązaniami funkcjonującymi na świecie, które zostały przygotowane przez organy nadzoru z różnych krajów. Po zarysowaniu tego szerokiego tła przeanalizowano konkretne propozycje zawarte w projekcie w odniesieniu do ich zgodności z głównymi elementami składowymi zasady proporcjonalności.

1. Źródła regulacji dotyczących ładu korporacyjnego banków i instytucji finansowych w Polsce

Źródeł regulacji dotyczących ładu korporacyjnego można poszukiwać w propozycjach formułowanych na poziomie międzynarodowym (globalnym), regionalnym (w ramach Unii

² S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*, ALTERUM Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego - Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa 2013.

Europejskiej) i krajowym. Na szczeblu międzynarodowym najistotniejszą rolę odgrywają *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD* z 1999 r. (zrewidowane w 2004 r.), które stanowią klasyczny przykład *soft law* nie mają mocy wiążącej. Drugim istotnym dokumentem wypracowanym na poziomie międzynarodowym są *Wytyczne OECD dotyczące nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych* z 2005 r., ustalające standardy tego nadzoru w odniesieniu do przedsiębiorstw państwowych i spółek z udziałem podmiotów publiczno-prawnych.

W odniesieniu do ładu korporacyjnego podmiotów sektora finansowego największe znaczenie na szczeblu międzynarodowym ma kilkakrotnie nowelizowany dokument *Enhancing corporate governance for banking organisations*³ opracowany przez Komitet Bazylejski.

Na szczeblu Unii Europejskiej kwestie związane z ładem korporacyjnym regulowane są w dwojaki sposób. Część z unijnych aktów prawnych dotyczących tego zagadnienia (np. dyrektywy i rozporządzenia) ma charakter wiążący, natomiast inne (np. zalecenia) mają postać wytycznych, stanowiących formę *soft law*. Wśród aktów normatywnych, obok dyrektyw z zakresu prawa spółek⁴ znajdują się m.in. dwie dyrektywy dotyczące sprawozdawczości finansowej: dyrektywa 2006/43/WE z 17.05.2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań spółek oraz dyrektywa 2006/46/WE z 14.06.2006 r. zmieniająca dwie dyrektywy bilansowe (przewidująca m.in. obowiązek zawarcia w sprawozdaniu finansowym spółek publicznych oświadczenia o stosowaniu zasad *corporate governance*). Ponadto niektóre elementy dotyczące ładu korporacyjnego zostały unormowane w dyrektywie 2007/36/WE z 11.07.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, a specyficzne zagadnienia związane z zasadami ładu korporacyjnego w przypadku fuzji i przejęć reguluje dyrektywa 2004/25/WE z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia.

Wybrane elementy ładu korporacyjnego znalazły swoje uregulowanie również w rozporządzeniach Parlamentu Europejskiego i Rady (np. Rozporządzenie nr 2157/2001 z

³ Basel Committee on Banking Supervision; *Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations* <http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf?noframes=1>

⁴ Podstawy europejskiego prawa spółek stanowi czternaście dyrektyw lub ich projektów. Por. <http://forumprawaspolek.pl/zrodla-prawa/prawo-europejskie/>

8.10.2001 r. w sprawie statutu spółki europejskiej⁵ i Rozporządzenie nr 1060/2009 z 16.09.2009 r. w sprawie agencji ratingowych⁶).

Ponadto Komisja Wspólnot Europejskich przyjęła szereg zaleceń, w szczególności poświęconych wynagrodzeniom: zalecenie 2004/913/WE z dnia 14.12.2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym, zalecenie 2005/162/WE z dnia 15.02.2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), a także zalecenie z 30.04.2009 r. (2009/385/WE) uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym⁷. W odniesieniu do sektora finansowego przyjęto dodatkowo odrębne zalecenie z dnia 30.04.2009 r. (2009/384/WE) w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych⁸.

Na poziomie Unii Europejskiej nie wypracowano jednak dotychczas całościowych propozycji dotyczących zasad ładu korporacyjnego czy jednolitego zestawu dobrych praktyk. Wobec zróżnicowania rozwiązań w tym zakresie, występującego między poszczególnymi krajami, pojawiające się w perspektywie projekty bardziej kompleksowych regulacji nie będą najprawdopodobniej miały charakteru bezwzględnie obowiązujących norm prawnych, a jedynie formę wytycznych wskazujących pożądany kształt uregulowań krajowych.

Zasady ładu korporacyjnego regulowane są również na poziomie poszczególnych krajów. W Polsce, poza Kodeksem spółek handlowych, stanowiącym podstawowy akt prawa spółek, istotne znaczenie w tym obszarze ma również prawo rynku kapitałowego⁹. Ponadto wpływ na kształt ładu korporacyjnego mają ustawy regulujące kwestie ustrojowe poszczególnych rodzajów podmiotów sektora finansowego, np. Prawo bankowe¹⁰ czy Ustawa o działalności ubezpieczeniowej¹¹. Obok aktów normatywnych zasadnicze znaczenie mają kodeksy dobrych praktyk, ustalane dla spółek publicznych lub grup podmiotów świadczących usługi finansowe. W odniesieniu do spółek publicznych przyjęto „Dobre praktyki spółek

⁵ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 294/1 z 10.11.2001, ze zmianami

⁶ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 302 z 17.11.2009, ze zmianami

⁷ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 120/28 z 15.05.2009

⁸ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 120/22 z 15.05.2009

⁹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.; Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1539 ze zm.) oraz Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2006 nr 157 poz. 1119 z późn. zm.).

¹⁰ Dz. U. 2012 nr 0 poz. 1376 tekst jednolity

¹¹ Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz. U. 2003 Nr 124 poz. 1151 z późn. zm.)

publicznych” z 2002 i 2005 r. a następnie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW” z 2007, z późniejszymi zmianami. We wszystkich wersjach dobrych praktyk zastosowano formułę „stosuj lub wyjaśnij przyczyny niestosowania” (*comply or explain*). Kodeksom stworzonym dla spółek publicznych towarzyszą także liczne opracowania o węższym zasięgu np. „Zasady nadzoru właścicielskiego nad spółkami z udziałem Skarbu Państwa”¹², „Kanon Dobrych Praktyk Rynku Finansowego”¹³, „Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych”¹⁴, „Kodeks Etyki Bankowej”¹⁵, „Zasady Dobrych Praktyk Ubezpieczeniowych”¹⁶.

Z przedstawionego zarysu dotychczasowych regulacji odnoszących się do ładu korporacyjnego wynika, że jest to obszar, w którym zachodzą znaczące zmiany. Znamienne jest przy tym, że obok regulacji wiążących powstaje wiele aktów o charakterze dobrowolnej samoregulacji, co świadczy o rosnącej świadomości znaczenia tej tematyki wśród uczestników rynku finansowego. Odrębną kwestią pozostaje stopień skuteczności samoregulacji i zgodności deklarowanego stosowania zasad *corporate governance* z ich rzeczywistym przestrzeganiem w praktyce.

2. Cel ładu korporacyjnego a cel regulacji

Jednym z podstawowych zagadnień w obszarze ładu korporacyjnego jest problem agencji. Może on występować w trzech odmianach: wertykalnej (zarząd *versus* akcjonariusze), horyzontalnej (akcjonariusze większościowi *versus* akcjonariusze mniejszościowi) oraz zewnętrznej (spółka *versus* interesariusze). W każdym przypadku inaczej definiowana jest grupa „pryncypałów”, których interes podlega ochronie. Ukierunkowanie na ochronę wybranej grupy decyduje o kształcie modelu ładu korporacyjnego funkcjonującego w danym kraju.

W treści analizowanego projektu *Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* (dalej *Zasad...*) brak wyrażonych *expresis verbis* celów wprowadzenia nowej regulacji. Pewne wskazówki można znaleźć w preambule do *Zasad...*, w których zawarte zostało odniesienie do celów i zadań nadzoru dążącego do zwiększenia ochrony stabilności,

¹² Wielokrotnie nowelizowane, ostatnio 28.01.2013 r., <http://bip.msp.gov.pl/bip/prawo/prawo-obowiazujace/zarzadzenia-ministra-s/8163,dok.html>

¹³ http://www.knf.gov.pl/dla_rynku/kanon_praktyk/index.html

¹⁴ <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10103>

¹⁵ <http://zbp.pl/dla-bankow/zespoły-rady-i-komitety/dzialania-w-obszarze-legislacyjno-prawnym/komisja-etyki-bankowej>

¹⁶ <http://www.piu.org.pl/zasady-dobrych-praktyk>

bezpieczeństwa oraz przejrzystości rynku finansowego poprzez zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku. W § 7 ust 2. i 3. nawiązano z kolei do kategorii interesariuszy, wskazując na konieczność ochrony ich interesów, o ile jednak „nie są one sprzeczne z interesami instytucji nadzorowanej”. Tak więc w *Zasadach...* przyjęto, że interes korporacji jest nadrzędny w stosunku do interesu interesariuszy, co jest zgodne z polską tradycją prawną.

Biorąc pod uwagę, że za kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 roku, powszechnie obarcza się winą m.in. niewłaściwy nadzór korporacyjny w podmiotach sektora finansowego, zamierzenia KNF mające służyć podniesieniu standardów ładu korporacyjnego stanowią właściwą odpowiedź na słabości ujawnione w wyniku kryzysu¹⁷. Podniesienie jakości ładu korporacyjnego sprzyja bowiem tworzeniu klimatu zaufania na rynku, dzięki zwiększaniu przejrzystości sposobu funkcjonowania jego uczestników i respektowaniu przez nich praw różnych grup interesariuszy. Warunkiem wzrostu zaufania jest jednak rzeczywiste stosowanie się wszystkich podmiotów do standardów ładu korporacyjnego oparte na autentycznym zaangażowaniu decydentów oraz ich przekonania o konieczności przestrzegania tych standardów i korzyściach z niego płynących. Tak więc osiągnięcie celu przedmiotowej regulacji uzależnione jest od ukształtowania przez nią takiej struktury bodźców, która motywowałaby podmioty nią objęte do zachowań zgodnych ze standardami.

3. Zakres podmiotowy wprowadzanej regulacji

Jednym z kryteriów oceny wprowadzanej regulacji jest proporcjonalność wynikających z niej obciążeń i korzyści dla różnych uczestników rynku, tak, żeby nie stwarzała ona barier w równych warunkach konkurencji. W celu przeanalizowania tego aspektu proporcjonalności niezbędne jest ustalenie zakresu podmiotowego obowiązywania wprowadzanej regulacji. Nazwa aktu brzmiąca *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* wskazuje na krąg podmiotów ograniczony do instytucji nadzorowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego. Krąg ten został jednak dodatkowo zawężony poprzez wyłączenie z niego podmiotów, których lista znalazła się w części dokumentu określonej jako *Wprowadzenie*. Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia można przedstawić spis podmiotów (według rodzajów), które podlegają regulacjom zawartym w *Zasadach...*. Za punkt wyjścia w opracowaniu takiego zestawienia przyjęto katalog podmiotów nadzorowanych, który

¹⁷ Propozycja *Zasad...* mieści się w nurcie zmian regulacji związanych z ładem korporacyjnym w instytucjach finansowych, jaki dominuje obecnie w Europie, przedstawionych punkcie1.

zamieszczony jest na stronie www.knf.gov.pl, Ustawa o nadzorze...¹⁸ nie precyzuje bowiem listy tych podmiotów, ograniczając się do wyszczególnienia segmentów rynku finansowego, które podlegają nadzorowi ze strony KNF. Jako, że *Zasad ...* „nie stosuje się do zagranicznych osób prawnych prowadzących działalność na podstawie właściwego zezwolenia”¹⁹, w tabeli 1 zostały uwzględnione jedynie krajowe podmioty nadzorowane.

Tabela 1. Lista podmiotów nadzorowanych przez KNF a zakres podmiotowy *Zasad Ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* (stan na dzień 20.03.2014 r.)

Podmioty nadzorowane	Liczba podmiotów nadzorowanych*)	Wykluczenie z podlegania <i>Zasadam...</i>
Agenci firm inwestycyjnych – osoby prawne	29	tak
Banki w formie spółek akcyjnych	39	częściowe?***)
Banki państwowe	1	
Banki spółdzielcze	572	
BondSpot S.A.	1	
Dobrowolne fundusze emerytalne	9	
Domy maklerskie	56	
Dostawcy usług płatniczych – Biuro Usług Płatniczych	1314	
Dostawcy usług płatniczych – Krajowa Instytucja Płatnicza	19	
Dostawcy usług płatniczych – SKOK	56	
Dystrybutorzy jednostek uczestnictwa	83	tak
Emitenci	398	tak
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie	1	tak?***)
Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych SA	1	
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA	1	
Podmioty prowadzące rejestry uczestników FI (agenci transferowi)	9	tak
Powszechne Towarzystwa Emerytalne	13	
Pracownicze Towarzystwa Emerytalne	5	tak?**)
Przedsiębiorstwa Energetyczne	55	tak
Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe	56	
Towarowa Giełda Energii S.A.	1	
Towarowe Domy Maklerskie	1	
Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych	56	
Zakłady pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych	30	częściowe?***)
Zakłady reasekuracji	1	
Zakłady ubezpieczeń na życie	27	

*) niektóre podmioty występują w zestawieniu kilkakrotnie w różnych kategoriach ze względu na podleganie nadzorowi z różnych tytułów

**) wyłączenie dotyczy „pracodawców prowadzących pracownicze programy emerytalne”, a nie samych Programów

***) *Zasad...* „nie stosuje się do emitentów dokonujących ofert publicznych lub których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym”

? – wątpliwości dotyczące wykluczenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony KNF <http://www.knf.gov.pl> (data dostępu: 20.03.2014 r.) oraz *Zasad Ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*.

¹⁸ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2006 nr 157 poz. 1119 z późn. zm.)

¹⁹ *Zasady ...*, s. 4

Zestawienie listy podmiotów nadzorowanych zamieszczonej na stronie KNF z listą wykluczeń zawartą w *Zasadach...* wskazuje na niejednoznaczność i nieprecyzyjność kryteriów, w myśl których poszczególne kategorie podmiotów były włączane lub wyłączane z grona instytucji podlegających rygorom analizowanej regulacji. Według *Zasad...* wyłączeni z podlegania im zostali agenci ubezpieczeniowi, brokerzy ubezpieczeniowi, zarządzający sekurytyzowanymi wierzytelnościami oraz „podmioty będące osobami trzecimi, którym podmioty nadzorowane powierzyły wykonywanie niektórych czynności na podstawie zawartych umów, zgodnie z obowiązującymi je przepisami prawa”²⁰, którzy nie figurują *expressis verbis* w liście kategorii podmiotów nadzorowanych KNF. Z drugiej strony, w *Zasadach...* nie odniesiono się wprost do największej liczebnie grupy podmiotów – dostawców usług płatniczych – którzy z reguły są podmiotami niewielkimi, prowadzącymi działalność w prostych formach prawnych (najczęściej jako działalność jednoosobowa lub spółki osobowe). Rodzi się zatem pytanie, czy samo pojęcie „ład korporacyjny” w tytule aktu domyślnie wyklucza wszystkie podmioty niebędące korporacjami, czyli spółkami akcyjnymi, czy szerzej – kapitałowymi? Jednak taka interpretacja oznaczałaby również wykluczenie banku państwowego, banków spółdzielczych, czy towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, które spółkami akcyjnymi (ani w ogóle kapitałowymi) nie są *ex definitione*.

Kolejne wątpliwości budzi wyłączenie „pracodawców prowadzących pracownicze programy emerytalne” – nie sprecyzowano czy dotyczy ono samych „Pracowniczych Towarzystw Emerytalnych”, które są podmiotami nadzorowanymi? Ponadto literalne przyjęcie stwierdzenia, że *Zasad...* „nie stosuje się do emitentów dokonujących ofert publicznych lub których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym” powoduje, że spod regulacji wyjęte zostają banki i zakłady ubezpieczeń będące równocześnie spółkami publicznymi oraz sama GPW.

W świetle powyższych uwag pożądanym byłoby doprecyzowanie katalogu podmiotów objętych *Zasadami Ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*. Jednocześnie należy zdawać sobie sprawę, że niezależnie od tego, jaka ostatecznie będzie liczba podmiotów objętych przedmiotową regulacją, w skład tej grupy wejdą jednostki o bardzo różnej wielkości, formie prawnej czy rodzaju prowadzonej działalności. Formułowanie wspólnych reguł dla tak zróżnicowanej grupy podmiotów jest trudne i najczęściej wymusza ich dość ogólny charakter, czego przykłady można znaleźć również w analizowanym dokumencie.

²⁰ *Zasady...* s. 3.

4. Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych jako kodeks dobrych praktyk

Zbiory dobrych praktyk korporacyjnych stanowią stosunkowo nowy rodzaj oddolnych inicjatyw, których rozwój związany jest m.in. z pojawieniem się kryzysów zaufania spowodowanych nadużyciami ze strony spółek. Za pierwszy dokument tego typu uznaje się Cadbury Code z 1992 roku, który został opracowany przez przedstawicieli giełdy londyńskiej (London Stock Exchange), przy udziale inwestorów i audytorów brytyjskich spółek publicznych. Obecnie kodeksy dobrych praktyk są bardzo rozpowszechnione, ze względu na ważne funkcje, jakie spełniają. Kodeksy dobrych praktyk wzmacniają ochronę inwestorów na rynku kapitałowym, stanowią element konkurencji regulacyjnej, pozwalając na elastyczne stosowanie poszczególnych zasad przez spółki i jednocześnie pełniąc funkcję informacyjną dla zagranicznych inwestorów, mogą ponadto stać się *benchmarkiem* umożliwiającym budowanie rankingów spółek pod względem przestrzegania zasad w nich zawartych. Nie bez znaczenia jest także to, że kodeksy stanowiąc instrument samoregulacji rynku stwarzają sposobność wypróbowania nowych rozwiązań przed ich wprowadzeniem do ustawy²¹.

W polskim prawie definicja kodeksu dobrych praktyk została sformułowana w art. 2. Ustawy o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym²². Zgodnie z tą definicją kodeks taki stanowi „zbiór zasad postępowania, a w szczególności norm etycznych i zawodowych przedsiębiorców, którzy zobowiązali się do ich przestrzegania w odniesieniu do jednej lub większej liczby praktyk rynkowych”.

Zarówno z funkcji, jakie pełnią kodeksy dobrych praktyk, jak i ich ustawowej definicji wynika zatem, że zasady ładu korporacyjnego w postaci kodeksów dobrych praktyk powinny być wprowadzane jako *soft law*. Tymczasem analizowany tekst projektu *Zasad...* zawiera sformułowanie, że: „Komisja Nadzoru Finansowego uznaje, że Zasady Ładu Korporacyjnego powinny zostać przyjęte przez instytucje nadzorowane, stając się istotnym dokumentem programowym w ich strategicznej polityce korporacyjnej oraz wpływać na kształtowanie właściwych zasad postępowania instytucji nadzorowanych”. Ponadto w piśmie przewodnim Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego Andrzeja Jakubiaka²³ znalazło się stwierdzenie, że stosowanie *Zasad...* ma być przedmiotem okresowej weryfikacji w ramach procesu badania i oceny nadzorczej (BION) oraz w toku przeprowadzanych inspekcji.

²¹ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 77-78.

²² Ustawa z dnia 23.08.2007 r. (Dz. U. z 2007 r. nr 171, poz. 1206)

²³ http://www.knf.gov.pl/aktualnosc/2014/Konsultacje_projektu_zasad_ladu_korporacyjnego.html

Wydaje się zatem, że sposób wprowadzenia *Zasad...* (jeśli miałyby one stanowić formę kodeksu dobrych praktyk) jest zbyt rygorystyczny jak na rozpowszechnione zwyczaje w tym zakresie. Podnoszeniu standardów bardziej sprzyja dobrowolność i przekonanie co do istoty zasad, niż szczegółowe nakazy i zakazy, dotyczące przejawów stosowania tych zasad. Jednocześnie dobrym prawem regulatora jest sygnalizowanie wagi przywiązywanej przez niego do obszaru ładu korporacyjnego i determinacji w egzekwowaniu przestrzegania jego zasad przez podmioty nadzorowane. W projekcie lub innych dokumentach zabrakło jednak merytorycznego uzasadnienia wyboru formy obowiązku wdrożenia *Zasad...*, zamiast bardziej rozpowszechnionej formuły „stosuj lub wyjaśnij”.

5. Zasady nadrzędne i ich wdrażanie

Projekt *Zasad...* zawiera rozwiązania odnoszące się zamkniętego (*insiderskiego*) systemu ładu korporacyjnego – nastawiony jest na łagodzenie sprzeczności interesów między udziałowcami, szczególnie dominującymi, a pozostałymi interesariuszami. Biorąc pod uwagę, że model ten jest w Polsce bardziej rozpowszechniony, niż model otwarty (*outsiderski*), nastawienie takie jest w pełni uzasadnione. Z tego ogólnego nastawienia wynikają zasady nadrzędne, które przewijają się w całej treści analizowanego dokumentu. Za najważniejsze należy uznać: przejrzystość informacyjną (np. § 4 ust. 4; § 5 ust. 2; § 8 ust. 2; § 10 ust. 1; § 28 ust. 3), ograniczenie możliwości czerpania prywatnych korzyści przez udziałowców (§ 9 ust. 4, §10), wymóg zarządzania ryzykiem instytucji nadzorowanej (np. § 3 ust. 2; § 19 ust. 2; § 29 ust. 5; § 46; §§ 49-51), oraz poszanowanie praw interesariuszy, ze szczególnym uwzględnieniem pracowników (np. § 3 ust. 4; § 5 ust. 1), udziałowców mniejszościowych (np. § 7 ust. 3; § 19 ust. 1) i klientów (np. § 34; § 35).

Zasady te są ze swej istoty słuszne i ich stosowanie wpływa zdecydowanie korzystnie na funkcjonowanie rynku finansowego. Rodzi się jednak pytanie, czy właściwy jest sposób uregulowania tych zasad zawarty w przedmiotowej propozycji. Odpowiedź na to pytanie nie jest jednoznaczna. Wynika to nie tylko ze wskazywanych już zastrzeżeń związanych z nieprecyzyjnym katalogiem podmiotów, których miałyby dotyczyć *Zasady...* i występującym w związku z tym ich niedopasowaniem do specyfiki poszczególnych kategorii podmiotów objętych regulacjami, ale także ze zbytnej ogólności sformułowań i niedoregulowania jednych obszarów przy jednoczesnej nadmiernej szczegółowości i restrykcyjności rozwiązań w innych obszarach.

Przykładem takiego niedoregulowania jest kwestia braku zapisów dotyczących ograniczenia możliwości czerpania prywatnych korzyści przez członków organów instytucji nadzorowanej, analogicznego do ograniczeń stworzonych dla udziałowców. Inny przykład stanowi § 53, w którym dotknięto bardzo ważnego z punktu widzenia rynku kapitałowego problemu podwójnej agencji. Ust. 3 tego paragrafu stanowi, że: „Instytucja nadzorowana zarządzająca aktywami na ryzyko klienta, tworzy i ujawnia klientom politykę stosowania środków nadzoru korporacyjnego, w tym procedury uczestniczenia i głosowania na zgromadzeniach organów stanowiących”. Wydaje się, że naturalnym uzupełnieniem takiego działania byłaby konieczność przedstawienia raportu okresowego dotyczącego sposobu realizacji tej polityki. Wątpliwość budzi także ograniczenie wymogu prezentowania informacji odnoszących się do polityki w tym zakresie wyłącznie klientom. Rozszerzenie treści § 53 miałyby duże znaczenie z punktu widzenia wzrostu transparentości całego rynku.

Z kolei jako przykład nadmiernego rozszerzenia obowiązków nałożonych przez KNF należy uznać § 11, ust. 1 i 2, które nakazują udziałowcom dofinansowanie instytucji nadzorowanej w sytuacji braku wypłacalności lub płynności. Istotą korporacji jest jej oddzielenie od udziałowców i wyłączenie ich odpowiedzialności za jej zobowiązania. Gdyby *Zasady...* miały charakter oddolnej inicjatywy samych podmiotów regulowanych, zapis § 11, ust. 1 i 2 zasługiwałby na najwyższe uznanie, bowiem miałyby w tym przypadku zastosowanie swoista forma instytucji prawnej, jaką jest przystąpienie do długu. Udziałowcy dominujący deklarowaliby gotowość przyjęcia na siebie zobowiązania dokapitalizowania podmiotu w razie potrzeby. Jeżeli jednak *Zasady...* uznać za propozycję regulatora narzucaną podmiotom nadzorowanym, to rozwiązanie obligujące do niezwłocznego dokapitalizowania przedsiębiorstwa przez udziałowców nie tylko może być uznane za niezgodne z prawem spółek, ale i niesprawiedliwe, ponieważ nakłada taki obowiązek na wszystkich udziałowców, niezależnie od ich wkładu oraz możliwości wpływania na funkcjonowanie podmiotu (a więc pośrednio na jego wyniki).

Tekst projektu *Zasad...* zawiera także dużą liczbę powtarzanych, nieostrych określeń, (takich jak „nadmierny”, „odpowiedni”, „uzasadniony”), które otwierają szerokie pole do swobodnej interpretacji, co może stanowić potencjalne źródło konfliktów i otwierać możliwości uchylania się od implementowania regulacji na oczekiwanym przez KNF poziomie.

Powyższe spostrzeżenia stanowią jedynie egzemplifikację występujących problemów, a nie ich wyczerpującą analizę. Taka analiza wszystkich zapisów pod kątem ich zgodności z prawem byłaby możliwa dopiero po precyzyjnym określeniu kręgu podmiotów, których

Zasady... mają dotyczyć, bowiem ich działalność regulowana jest odrębnymi przepisami specyficznymi dla poszczególnych kategorii podmiotów.

6. Projekt Zasad... na tle rozwiązań obowiązujących w innych krajach

Opracowanie przez organ nadzoru regulacji dotyczących ładu korporacyjnego nie stanowi na świecie sytuacji wyjątkowej. Nie tylko KNF, ale także regulatorzy w innych krajach tworzą własne rozwiązania w tym zakresie i promują ich stosowanie przez podmioty nadzorowane. Celem wdrożenia tych rozwiązań jest najczęściej dążenie do ujednoczenia standardów obowiązujących podmioty działające na rynku finansowym, bądź w wybranych jego segmentach, oraz podniesienie poziomu ładu korporacyjnego w podmiotach funkcjonujących na tym rynku. U podstaw tego typu regulacji leży bowiem przekonanie o specyficznym charakterze podmiotów sektora finansowego, uznawanych za instytucje zaufania publicznego, w których powinny obowiązywać wyższe standardy *corporate governance*.

Tendencja do tworzenia regulacji z zakresu ładu korporacyjnego podmiotów sektora finansowego jest widoczna w różnych częściach świata, a jej przejawy można zaobserwować nawet w bardzo odmiennych od europejskiego porządkach prawnych i kulturowych. Z powodu zróżnicowania porządku instytucjonalnego (obejmującego zarówno instytucje formalne, jak i nieformalne) rozwiązania wprowadzane przez organy nadzoru w poszczególnych krajach różnią się zarówno pod względem zakresu podmiotowego, jak i przedmiotowego regulacji. Cechują je ponadto odmienne filozofie tworzenia i wdrażania. Przykładowe rozwiązania obowiązujące w wybranych krajach przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Kodeksy ładu korporacyjnego wdrożone przez regulatorów w podmiotach z sektora finansowego w wybranych krajach

Kraj	Rok	Podmiot wprowadzający / promujący kodeks	Nazwa/tytuł kodeksu	Zakres uregulowań zawartych w kodeksie	Sposób wprowadzenia	Uwagi
Guernsey	2011	Guernsey Financial Services Commission	Finance Sector Code Of Corporate Governance	Kodeks zawiera wskazówki dotyczące Rady, samych dyrektorów, zasad prowadzenia działalności z uwzględnieniem zasad etyki. Kodeks odnosi się również do kwestii sprawozdawczości, zarządzania ryzykiem, polityki ujawnień i raportowania oraz relacji inwestorskich. Ponadto uwzględnione w nim zostały zagadnienia związane z wynagrodzeniami.	Kodeks zawiera zestaw zasad i wskazówek jako formalnych wytycznych związanych z dobrym ładem korporacyjnym, jednak nie są one obowiązkowe.	
Irlandia	2013	Central Bank of Ireland	Corporate Governance Code for Credit Institutions and Insurance Undertakings 2013	Kodeks ten obok postanowień merytorycznych zawiera rozbudowaną część formalną, zawierającą cel regulacji, jej podstawy prawne, początek obowiązywania, zasady raportowania jej wdrożenia do banku centralnego oraz definicje użytych pojęć. Kodeks reguluje kwestie związane z radą dyrektorów, jej składem, rolą dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych w szczególności CEO i chairmana, a także komitetom tworzonym w ramach rady. Dużo uwagi poświęcono również systemowi zarządzania ryzykiem.	Bank Centralny wymaga przedstawienia corocznego raportu zgodności (wdrożenie zasad kodeksu jest obowiązkowe).	
Jordania	2007	Central Bank of Jordan	Corporate Governance Code for Banks in Jordan	W kodeksie określono główne zasady, na jakich oparta została ta regulacja. Zawarte w niej rozwiązania dotyczą funkcji rady dyrektorów oraz powoływania komitetów w jej ramach. Odnoszą się także do kwestii kontroli relacji z akcjonariuszami oraz przejrzystości i ujawnień.	Kodeks stanowi wzorzec, zgodnie z którym każdy z jordańskich banków powinien opracować własny kodeks dostosowany do swoich potrzeb; rozwiązania zawarte w kodeksie traktowane są jako wymogi minimum.	
Katar	2008	Qatar Central Bank	Corporate Governance Guidelines for Banks & Financial Institutions	W kodeksie określono główne zasady i wytyczne oraz bardziej szczegółowe rozwiązania dotyczące relacji z akcjonariuszami rady dyrektorów, dyrektorów zarządzających oraz audytu wewnętrznego i zewnętrznego, a kodeksie odniesiono się także do kwestii interesariuszy, transparentności i ujawnień	Obowiązek wdrożenia postawiono przed radą dyrektorów; w przypadkach, w których implementacja byłaby niemożliwa obowiązuje zasada wyjaśnienia powodów nieprzyjęcia kodeksu.	
Nigeria	2006	Central Bank Of Nigeria	Code Of Corporate Governance For Banks In Nigeria Post Consolidation	Kodeks określa zasady i dobre praktyki w obszarze ładu korporacyjnego, zawiera dość szeroki zakres uregulowań odnoszący się do struktury własności, struktury organizacyjnej, jakości członków rady i oceny rady, jakości zarządu a także sposobu raportowania. Ponadto w kodeksie znalazły się rozwiązania dotyczące transparentności, rewizji oraz wiarygodności danych i wymogów związanych z ujawnieniami. Dodatkowo kodeks odnosi się do zarządzania ryzykiem i roli audytorów.	Wdrożenie rozwiązań zawartych w kodeksie jest obowiązkowe.	W uzasadnieniu wprowadzenia kodeksu odwołano się do problemów wynikających z niskiej jakości ładu korporacyjnego nie tylko w spółkach nigeryjskich ale też w USA, Europie i na całym świecie, co wskazuje, że celem

						wprowadzenia kodeksu jest podniesienie standardów w tym zakresie.
Nigeria	2008	National Pension Commission	Code Of Corporate Governance For Licensed Pension Operators	Kodeks zawiera definicje i opisane cele regulacji; odnosi się bardziej szczegółowo do dwóch kwestii: zasad regulujących zagadnienia dotyczące rady i zasad regulujących problematykę przejrzystości sektora	Kodeks ma zachęcić podmioty z sektora do samoregulacji poprzez określenie wspólnego systemu wartości obowiązującego wszystkie podmioty objęte regulacją	
Singapur	2010	The Monetary Authority of Singapore	Guidelines On Corporate Governance For Banks, Financial Holding Companies And Direct Insurers Which Are Incorporated In Singapore	Kodeks reguluje kwestie związane z funkcjonowaniem rady dyrektorów, systemem wynagrodzeń; odpowiedzialnością za sprawozdawczość finansową i kontrolę wewnętrzną, a także relacjami inwestorskimi. Ponadto kodeks zawiera dodatkowe zasady dla podmiotów nadzorowanych związane z powołaniem komitetu wykonawczego w ramach rady, koniecznością wdrożenia systemu zarządzania ryzykiem, oraz transakcjami z podmiotami powiązanymi. Ponadto raport zawiera czytelne zasady raportowania (w spółkach publicznych w raportach rocznych, a na korporacyjnych stronach internetowych w przypadku wszystkich podmiotów).	Obowiązek ujawnienia zakresu stosowania zasad kodeksu (comply or explain).	Kodeks stanowi rozszerzenie kodeksu dobrych praktyk stosowanego na giełdzie papierów wartościowych (<i>Code of Corporate Governance</i>)
Włochy	2008	Vigilanza Creditizia e Finanziaria; Banca d'Italia	Supervisory Provisions Concerning Banks' Organization And Corporate Governance	Kodeks obejmuje pięć obszarów, każdy z nich został podzielony na dwie części - w pierwszej określono zasady ogólne, w drugiej zaś zawarto wytyczne dotyczące ich implementacji. Regulacje zawarte w kodeksie odnoszą się do wyboru modelu organów podmiotu (system monistyczny vs. dualistyczny) i sposobu formułowania wewnętrznych zasad ładu korporacyjnego, zadań i uprawnień organów zarządzających oraz składu organów nadzorujących, wynagrodzenia i systemów motywacyjnych a także przepływu informacji.	Wdrożenie zasad kodeksu i ich przestrzeganie stanowi element oceny podmiotów dokonywanej przez włoski bank centralny.	
Zasięg międzynarodowy (kraje muzułmańskie)	2006	Islamic Financial Services Board	Guiding Principles On Corporate Governance For Institutions Offering Only Islamic Financial Services	Kodeks określa zasady ogólne dla instytucji oferujących wyłącznie islamskie produkty do zagadnień; bardziej szczegółowo reguluje kwestie praw właścicieli rachunków inwestycyjnych. Ponadto dotyczy zgodności działań z regułami i zasadami Szariatu a także przejrzystości raportowania finansowego związanego z prowadzonymi inwestycjami.	Kodeks przyjmowany dobrowolnie na zasadzie stosuj lub wyjaśnij (<i>comply or explain</i>).	Kodeks nie dotyczy islamskich instytucji ubezpieczeniowych oraz islamskich funduszy zbiorowego inwestowania.

Źródło: opracowanie własne na podstawie treści kodeksów zamieszczonych na http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php (data dostępu 31.03.2014 r.)

Prezentowane w tabeli 2. regulacje odnoszą się do szerszego bądź węższego kręgu podmiotów. W pierwszym przypadku kodeksy dotyczą całego sektora finansowego (Katar, Singapur, Guernsey), w drugim obejmują banki i inne wybrane podmioty (Irlandia) lub jedynie banki (Jordania, Włochy). W Nigerii istnieją odrębne kodeksy dla banków i podmiotów nadzorowanych przez National Pension Commission. Regulacje proponowane przez KNF, mimo istniejących w nich wyłączeń, można zaliczyć do rozwiązań adresowanych do szerokiego grona podmiotów z sektora finansowego, a więc podobne do tych obowiązujących w Katarze, Singapurze i na Guernsey.

Pod względem zakresu przedmiotowego regulacje obejmują zazwyczaj kwestie związane ze strukturą władzy w podmiotach nadzorowanych, relacjami tych podmiotów i ich akcjonariuszami, raportowaniem i mechanizmami motywacyjnymi. Ponadto często odnoszą się one do zagadnień dotyczących audytu i zarządzania ryzykiem, a nieco rzadziej do relacji z innymi grupami interesariuszy. Na tym tle propozycje KNF wyróżniają się dość szerokim zakresem przedmiotowym regulacji. Nie obejmują wprawdzie kwestii związanych z audytem, ale odnoszą się do wszystkich pozostałych najczęściej poruszanych zagadnień, a dodatkowo regulują materię zasad kształtowania struktury organizacyjnej oraz wymogów stawianych polityce promocyjnej i obsłudze klienta.

Organy nadzoru w poszczególnych krajach różniły się także w swoim podejściu do sposobu implementacji regulacji. Rozwiązania przyjmowane w tym zakresie reprezentują całą gamę mechanizmów poczynając od dobrowolności (kodeks opracowany przez organ nadzoru jako wyraz systemu wartości stanowiący podstawę dla inicjatyw samoregulacyjnych, bądź jako zbiór zasad i wytycznych określających dobre praktyki w obszarze ładu korporacyjnego – podejście zastosowane przez nigeryjską National Pension Commission i Guernsey Financial Services Commission), poprzez zachętę (kodeks jako wzór dla własnych regulacji podmiotów nadzorowanych i wyznacznik minimalnych standardów – rozwiązanie jordańskie) i stosowanie łagodnej perswazji (zasada „stosuj lub wyjaśnij” obowiązująca w Singapurze oraz w przypadku regulacji przygotowanej przez Islamic Financial Services Board), aż po względny (Katar) lub bezwzględny (Irlandia, Nigeria w odniesieniu do sektora bankowego) wymóg stosowania kodeksu.

Unikatowe rozwiązanie zastosowano we Włoszech, gdzie w kodeksie sformułowane zostały zasady i wytyczne dotyczące ich wdrożenia – podmioty nadzorowane zobligowano zaś do zapewnienia zgodności własnych kodeksów z kodeksem opracowanym przez organy nadzoru. Kształt rozwiązań wypracowanych w podmiotach nadzorowanych i zgodność tych rozwiązań z zasadami zawartymi w kodeksie regulatora podlegają ocenie organu nadzoru.

Proponowany przez KNF sposób wdrożenia regulacji jest bliski rozwiązaniom katarskim, zakłada bowiem wymóg stosowania kodeksu doprowadzając jednocześnie możliwość odstąpienia od stosowania niektórych zasad w pełnym zakresie, gdy „ich kompleksowe wprowadzenie byłoby nadmiernie uciążliwe dla instytucji nadzorowanej”. Projekt polskiego regulatora mieści się więc zarówno pod względem zakresu podmiotowego i przedmiotowego regulacji, jak i sposobu jej implementacji w szerokim spektrum rozwiązań stosowanych w różnych krajach. Na tle innych tego typu rozwiązań charakteryzuje go duże grono adresatów regulacji, jej szeroki zakres przedmiotowy oraz dyrektywny styl wdrożenia.

7. Ocena projektu w kontekście zasady proporcjonalności

Ocena projektu w kontekście zasady proporcjonalności dokonana została z wykorzystaniem metodyki opracowanej przez ekspertów Alterum²⁴. Ocena opiera się na analizie treści *Zasad...* i nie uwzględnia przebiegu procesu ich tworzenia. Z powodu braku jakiegokolwiek dodatkowej dokumentacji zawierającej ocenę skutków regulacji, analiza nie odnosi się również szczegółowo do szacowanych kosztów i korzyści wynikających z wprowadzenia regulacji. Jest jednak bezsporne, że zawarte w niej rozwiązania pociągną za sobą wzrost kosztów, szczególnie w przypadku podmiotów o niższych standardach ładu korporacyjnego, takich jak banki spółdzielcze czy Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe. Biorąc pod uwagę nienajlepszą kondycję finansową niektórych podmiotów należących do tych kategorii dodatkowe obciążenie może być dla nich trudne do udźwignięcia. Podobny problem może wystąpić w odniesieniu do mniejszych podmiotów należących do pozostałych kategorii. Z punktu widzenia dużych podmiotów, takich jak banki komercyjne czy zakłady ubezpieczeń, przewidywany wzrost kosztów nie powinien stanowić istotnej bariery wdrożenia regulacji.

Dokonując oceny projektu w kontekście zasady proporcjonalności odwołano się do wskazanych we wstępie trzech elementów tej zasady tj. odpowiedniości, konieczności i proporcjonalności *sensu stricto*. W ramach każdego z tych elementów przeanalizowano proponowane w projekcie rozwiązanie wykorzystując cztery grupy kryteriów – kryteria zarządcze, prawne, finansowe i społeczno-ekonomiczne.

²⁴ S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, op. cit., s. 20-21.

7.1. Odpowiedniość - kryteria zarządcze

Podstawowym kryterium w tym obszarze jest celowość regulacji. Chociaż cele *Zasad...* nie zostały bezpośrednio sformułowane, to analiza proponowanych rozwiązań pozwala stwierdzić, że nastawione są one na zapewnienie prawidłowego funkcjonowania podmiotów nadzorowanych, a dzięki temu całego rynku finansowego (szerzej problem celów regulacji został przedstawiony już w punkcie 2 raportu). Warunkiem osiągnięcia założonego celu jest skuteczne skłonienie podmiotów nadzorowanych do uznania *Zasad...* nie tylko na poziomie deklarowanym, ale także do ich rzeczywistego stosowania. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na brak w projekcie systemu bodźców (pozytywnych i negatywnych), które motywowałyby podmioty nadzorowane do pożądaných przez regulatora zachowań.

Regulator dysponuje odpowiednimi zasobami i kompetencjami, aby wdrożyć regulację. Bardziej złożona sytuacja występuje natomiast po stronie podmiotów nadzorowanych. W przypadku niektórych kategorii tych podmiotów zarówno zasoby, jak i kompetencje są niewystarczające. Dlatego właściwe wydaje się przygotowanie harmonogramu wdrożenia regulacji zakładającego początkowe zawężenie kręgu jej adresatów (tylko wybrane kategorie podmiotów nadzorowanych) a następnie stopniowe jego poszerzenie o kolejne kategorie tych podmiotów. W projekcie nie zdefiniowano również stanu pożądanego, którego osiągnięcie zostałoby uznane za sukces implementacji *Zasad...*, nie wskazano także miar pozwalających na weryfikację stopnia realizacji celów regulacji.

7.2. Odpowiedniość - kryteria prawne

Propozycje zawarte w projekcie *Zasad...* w niektórych obszarach mogą stać w sprzeczności z istniejącymi rozwiązaniami prawnymi. Dotyczy to np. wskazywanego już przypadku wprowadzenia wymogu niezwłocznego dokapitalizowania instytucji nadzorowanej przez jej udziałowców w sytuacji, gdy jest to niezbędne do utrzymania jej kapitałów własnych na poziomie wynikającym z przepisów prawa lub regulacji nadzorczych, a także gdy jest to konieczne z punktu widzenia jej bezpieczeństwa finansowego oraz niezwłocznego zapewnienia instytucji nadzorowanej wsparcia finansowego, gdy zagrożona jest jej płynność. We wprowadzającym te rozwiązania § 11 ust. 1 i 2 posłużono się zwrotem „udziałowcy powinni być odpowiedzialni”, który może być rozumiany w dwojaki sposób – jako odpowiedzialność moralna udziałowców lub jako ich zobowiązanie w sensie prawnym. W tym drugim przypadku byłoby to niezgodne np. z art. 151 § 3 i § 4 Ksh w odniesieniu do

spółki z ograniczoną odpowiedzialnością albo z art. 301 § 4 i § 5 Ksh w odniesieniu do spółki akcyjnej.

Projekt *Zasad...* zawiera również propozycje już istniejące w porządku prawnym. Dotyczy to np. przekazu reklamowego wprowadzającego w błąd (§ 31 ust 1. i § 32), który można uznać za szczególnie przypadkowy nieuczciwej praktyki rynkowej polegającej na działaniu lub zaniechaniu wprowadzającym w błąd. Rozwiązania znajdujące się w projekcie *Zasad...* uszczegółwiają, ale też zawężają wymogi stawiane w tym zakresie przez Ustawę o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym²⁵. Podobna sytuacja występuje także w odniesieniu do niektórych innych propozycji zawartych w analizowanym dokumencie. Przestrzeganie prawa jest warunkiem *sine qua non* prowadzenia działalności przez każdy podmiot gospodarczy i nie powinno być podnoszone jako przejaw dobrych praktyk (vide np. § 4 czy § 31 ust 1).

7.3. Odpowiedniość - kryteria finansowe

Przy założeniu, że proponowane *Zasady...* miałyby regulować działanie wszystkich podmiotów nadzorowanych (poza podmiotami wyłączonymi *expressis verbis*) rodzi się pytanie o równomierność rozłożenia ciężarów wynikających z konieczności wdrożenia regulacji przez jej adresatów. Dostosowanie się do *Zasad...* zrodzi relatywnie większe obciążenia w podmiotach charakteryzujących się niższymi standardami ładu korporacyjnego, dysponujących mniejszą wiedzą i doświadczeniem w ich kształtowaniu oraz działających w mniejszej skali. W rezultacie obciążenia te mogą doprowadzić do osłabienia ich pozycji rynkowej. Przykładem proponowanych rozwiązań, które mogą stanowić źródło takiego rozłożenia ciężarów są regulacje zawarte w § 46 i § 47.

Koszty ponoszone przez podmioty nadzorowane w związku z wdrożeniem *Zasad...* mogą wpłynąć na pogorszenie się sytuacji finansowej niektórych kategorii podmiotów nadzorowanych. Dotyczy to jednak głównie tych podmiotów, w przypadku których relatywne obciążenia są największe. W odniesieniu natomiast do podmiotów dużych, mających odpowiednią wiedzę i doświadczenie, działających w oparciu o standardy przedsiębiorstw międzynarodowych, wpływ regulacji na wyniki finansowe nie powinien być znaczący, zwłaszcza w dłuższym okresie.

²⁵ Ustawa z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (Dz.U. z 2007 nr 171 poz. 1206)

7.4. Odpowiedniość - kryteria społeczno-ekonomiczne

Wdrożenie rozpatrywanego projektu *Zasad...* i doprowadzenie do ich konsekwentnego stosowania przez podmioty nadzorowane będzie pozytywnie oddziaływało na wzrost zaufania publicznego do przedsiębiorstw sektora finansowego. Proponowana regulacja może zatem odegrać konstruktywną rolę w odbudowie zaufania, które zostało w wyniku kryzysu finansowego silnie nadszarpnięte – według badań *Edelman Trust Barometer 2013* sektor bankowy i sektor usług finansowych cieszyły się na świecie najmniejszym zaufaniem ze wszystkich ocenianych, a Polska znalazła się w grupie krajów, w których zaufanie do banków spadło w latach 2008-2013 w bardzo widocznym stopniu, bo o 19 p.p.²⁶ Dlatego przywracanie zaufania publicznego do podmiotów podlegających proponowanej regulacji jest tak istotne społecznie. Szczególne znaczenie w przywracaniu tego zaufania będzie miało stosowanie się przez te podmioty do zaleceń sformułowanych w rozdziale 7 *Zasad...*, a zwłaszcza do tych zawartych w § 34, § 36 oraz § 37 ust. 4.

7.5. Konieczność - kryteria zarządcze

Proponowany projekt stanowi alternatywę dla rozwiązań o charakterze samoregulacyjnym. Ma w porównaniu do nich szerszy zakres i jest w wielu obszarach bardziej szczegółowy. Dlatego w stosunku do tych rozwiązań będzie w większym stopniu spełniał funkcję substytucyjną niż komplementarną.

Wdrożenie *Zasad...* – jeżeli ich stosowanie miałyby być przedmiotem weryfikacji ze strony regulatora – poszerzy zakres kontroli, jakiej poddawane są podmioty nadzorowane i zwiększy ryzyko ich działalności (ryzyko *compliance*). Rodzi to zagrożenie negatywnej reakcji tych podmiotów w odniesieniu do decyzji regulatora dotyczącej wprowadzenia *Zasad...* i do rozwiązań w nich zawartych. Zagrożenie to powinno być wzięte pod uwagę podczas opracowywania sposobu implementacji regulacji (istniejący dokument nie precyzuje tego sposobu).

Pod względem gotowości na przyjęcie nowych regulacji przewagę mają rozwiązania samoregulacyjne. Z tego powodu ważne jest podejmowanie dialogu z adresatami regulacji, który służy zwiększeniu ich akceptacji dla propozycji regulatora. Analizowany dokument nie zawiera informacji odnośnie do form prowadzenia takiego dialogu.

²⁶ *Edelman Trust Barometer 2013. Annual Global Study*, <http://www.edelman.com/trust-downloads/global-results-2/>

7.6. Konieczność - kryteria prawne

Objęte regulacją podmioty nadzorowane posiadają w niektórych przypadkach własne wewnętrzne kodeksy odnoszące się do wybranych zagadnień unormowanych treścią *Zasad...*. Niekiedy przyjęte w tych kodeksach rozwiązania są dalej idące niż te proponowane w projekcie. Dotyczy to np. podnoszonej w § 5 kwestii *whistleblowingu*. W takiej sytuacji istnieje obawa, iż stosowanie regulacji będzie stanowiło krok wstecz, podczas gdy jej zadaniem powinno być stymulowanie dobrych praktyk w podmiotach nadzorowanych. Zmianą w tym kierunku byłoby wprowadzenie wymogu raportowania regulatorowi liczby nadużyć zaistniałych w danym podmiocie, zgłoszonych przez *whistleblowerów* wraz ze wskazaniem charakteru tych nadużyć i podjętymi środkami zaradczymi. Rozwiązanie takie pozwalałoby na kontrolowanie, w jakim stopniu przyjęte regulacje wewnętrzne są stosowane w praktyce oraz oznaczało przechodzenie w projekcie od wymogów dotyczących kształtu struktur i procedur do kontroli ich funkcjonowania w podmiotach nadzorowanych.

7.7. Konieczność - kryteria finansowe

Rozpatrując projekt *Zasad...* jako alternatywę dla rozwiązań o charakterze samoregulacyjnym należy stwierdzić, że jego wdrożenie związane będzie z wyższymi kosztami zarówno po stronie regulatora, jak i podmiotów nadzorowanych. Większe obciążenia finansowe wystąpią nie tylko podczas wprowadzania *Zasad...*, w wyniku dostosowywania się do nich przez podmioty nadzorowane, ale także w okresie późniejszym, ze względu na zwiększone koszty kontroli. Dlatego wdrożenie nowej regulacji powinno być poprzedzone analizą funkcjonowania istniejących rozwiązań o charakterze samoregulacyjnym, pozwalającą na ocenę skuteczności ich działania i dostarczającą punktu odniesienia. Wprowadzenie dodatkowej regulacji jest bowiem o tyle uzasadnione, o ile przyczyni się ona do rzeczywistego podnoszenia standardów w obszarze ładu korporacyjnego w podmiotach nadzorowanych ze względu na większą skuteczność *Zasad...* w zakresie ukształtowania tego ładu w stosunku do rozwiązań samoregulacyjnych.

7.8. Konieczność - kryteria społeczno-ekonomiczne

Funkcjonujące dotychczas rozwiązania samoregulacyjne nie zapobiegły spadkowi zaufania publicznego do podmiotów sektora finansowego. Wiarygodność tych podmiotów opiera się w dużej mierze na czynnikach kontekstowych, w tym na istnieniu zewnętrznych agend, które mogą wyznaczać standardy ograniczające prawdopodobieństwo nadużycia zaufania i wymuszać ich przestrzeganie. Dlatego projekt wzmacniający nadzór ze strony

regulatora będzie oddziaływał na wzrost zaufania silniej, niż rozwiązania o charakterze samoregulacyjnym.

Na propozycje zawarte w *Zasadach...* można spojrzeć również w kontekście konkurencji regulacyjnej. Wymogi w nich stawiane są w wielu obszarach dalej idące niż te obecne w dotychczasowych rozwiązaniach samoregulacyjnych. Wprowadzenie *Zasad...* oznaczać zatem będzie z punktu widzenia podmiotów nadzorowanych zmniejszenie atrakcyjności polskiego rynku w stosunku do tych rynków, na których tego typu regulacje nie istnieją lub są mniej restrykcyjne.

7.9. Proporcjonalność *sensu stricto* - kryteria zarządcze

Wprowadzenie każdej regulacji powinno wiązać się z osiągnięciem korzyści w postaci zmiany stanu rzeczy na bardziej pożądanym (lepszy z punktu widzenia regulatora, adresata regulacji, ich interesariuszy, bądź ogółu społeczeństwa). W projekcie *Zasad...* dominuje perspektywa korzyści regulatora (rozszerzenie zakresu sprawowanej kontroli), wybranych grup interesariuszy adresata regulacji (np. klientów) oraz interesu społecznego w postaci wzrostu poziomu zaufania publicznego do podmiotów sektora finansowego, który to wzrost ma stanowić konsekwencję lepszego i bardziej transparentnego funkcjonowania tych podmiotów i zarządzania nimi. Osiągnięcie tych korzyści okupione zostanie kosztami ponoszonymi przede wszystkim przez podmioty nadzorowane będące adresatem regulacji, a w pewnych sytuacjach także ich udziałowców oraz w mniejszym stopniu i przez samego regulatora. Widoczna jest więc asymetria – inne podmioty bądź grupy są beneficjentami, a inne ponoszą koszty. Wprowadzenie regulacji może być jednak uzasadnione interesem społecznym. W każdym przypadku regulator powinien wyważyć bilans korzyści i kosztów z uwzględnieniem ich rozkładu.

7.10. Proporcjonalność *sensu stricto* - kryteria prawne

Podmiotem odpowiedzialnym za wdrożenie regulacji i monitorowanie jej skutków zarówno na poziomie całego rynku, jak i poszczególnych podmiotów jest regulator, czyli KNF. W ramach każdego z podmiotów nadzorowanych główna odpowiedzialność za implementację rozwiązań zawartych w projekcie *Zasad...* spoczywa na zarządzie oraz innych organach wewnętrznych (np. radzie nadzorczej).

Projekt *Zasad...* przekazany został do konsultacji 14.01.2014 r., a czas na zgłaszanie uwag wyznaczono do 28.02.2014 r. Ze względu na niewielką objętość dokumentu okres ten wydaje się być wystarczający, aby zainteresowane strony mogły się zapoznać z propozycjami

regulatora i w sposób kompetentny się do nich odnieść. Regulator przewidział również dość długi okres implementacji przez podmioty nadzorowane zawartych w projekcie rozwiązań – mają być one wdrożone do końca 2014 r. Mimo to, z punktu widzenia niektórych kategorii podmiotów, okres ten może okazać się niewystarczający z powodów wskazywanych we wcześniejszych częściach analizy.

Jednocześnie we wprowadzeniu do *Zasad...* stwierdzono, że „instytucje nadzorowane powinny dążyć do stosowania w jak najszerszym zakresie zasad określonych w *Zasadach Ładu Korporacyjnego*”²⁷, co może być rozumiane jako dopuszczenie przez regulatora w uzasadnionych przypadkach możliwości rozłożenia procesu implementacji w czasie i wdrożenia regulacji stopniowo, aż do pełnego uwzględniania wszystkich jej wymogów.

7.11. Proporcjonalność sensu stricto - kryteria finansowe

Proponowany projekt rodzi po stronie regulatora ryzyko nie osiągnięcia zamierzonych skutków regulacji ze względu na możliwą negatywną reakcję podmiotów nadzorowanych. Po stronie tych podmiotów wdrożenie *Zasad...* zwiększa ryzyko *compliance*. Na problemy te już wskazywano. W treści projektu kwestia ryzyka pojawia się w różnych kontekstach: kształtu struktury organizacyjnej podmiotu nadzorowanego (§ 2 ust. 1, § 3 ust. 2), zadań i kompetencji jego organu nadzorującego (§ 19 ust. 2), polityki wynagrodzeń (§ 29 ust. 5), polityki promocyjnej uwzględniającej informowanie o poziomie ryzyka podejmowanego przez klienta (§ 31 ust. 3, § 32 ust. 7, (§ 36), systemu kontroli wewnętrznej (§ 44 ust. 1 pkt 2, § 47), zarządzania ryzykiem (§ 49, § 50, § 51). Świadczy to o przywiązywaniu przez regulatora dużej wagi podczas tworzenia projektu *Zasad...* do problemu ryzyka i dążenia do lepszego uświadomienia jego znaczenia podmiotom nadzorowanym.

7.12. Proporcjonalność sensu stricto - kryteria społeczno-ekonomiczne

Projekt *Zasad...* stanowi próbę stworzenia ujednoliconych standardów w zakresie ładu korporacyjnego obowiązujących różne kategorie podmiotów nadzorowanych oraz jest wyrazem troski o zachowanie wysokiego poziomu tego ładu w sektorze finansowym. Jednocześnie sposób wprowadzania regulacji wskazuje na preferowanie przez KNF podejścia dyrektywnego polegającego na wykorzystaniu formalnego autorytetu regulatora w celu skłonienia podmiotów nadzorowanych do przyjęcia wypracowanych przez Komisję

²⁷ *Zasady...*, s. 4.

rozwiązań. Rodzi się jednak wątpliwość czy duże zróżnicowanie podmiotów nadzorowanych w połączeniu z pewną niedookreślonością kręgu adresatów regulacji nie doprowadzą do sytuacji, w której wdrażane pod naciskiem regulatora rozwiązania okażą się nieadekwatne do specyfiki części objętych nią podmiotów. W identyfikacji tego typu problemów pomocne byłoby opracowanie systemu monitorowania skutków wdrożenia regulacji, który by zakładał okresowe przeglądy funkcjonowania *Zasad...* w odniesieniu do poszczególnych kategorii podmiotów nadzorowanych.

Podsumowanie

Projekt *Zasad...* przygotowany przez KNF wpisuje się w międzynarodowy trend rozwoju regulacji dotyczących funkcjonowania podmiotów sektora finansowego, w tym również regulacji z zakresu ładu korporacyjnego, którego słabość w tym sektorze uznawana jest dość powszechnie za jedną z przyczyn ostatniego kryzysu. Zawarte w projekcie regulacje powinny doprowadzić do ujednoczenia wymogów stawianych podmiotom nadzorowanym, zaowocować podniesieniem standardów w zakresie *corporate governance*, w stosunku do tych wyznaczanych w branżowych kodeksach dobrych praktyk oraz przeciwdziałać erozji zaufania publicznego do sektora finansowego. Projekt charakteryzuje się szerokim (choć nieco niedookreślonym) zakresem podmiotowym adresatów regulacji i szerokim zakresem przedmiotowym, wykraczającym poza obszar podlegający unormowaniu w tego typu regulacjach funkcjonujących w innych krajach. Za nadrzędne zasady, których znaczeniu regulator dał wyraz w treści dokumentu należy uznać przejrzystość informacyjną, ograniczenie możliwości czerpania prywatnych korzyści przez udziałowców, poszanowanie praw interesariuszy ze szczególnym uwzględnieniem pracowników, udziałowców mniejszościowych i klientów oraz wymóg zarządzania ryzykiem.

Na rynku kapitałowym różnego rodzaju kodeksy dobrych praktyk odnoszące się do ładu korporacyjnego wdrażane są zazwyczaj jako rozwiązania samoregulacyjne. Podobne podejście przyjmowane było też w sektorze finansowym. Coraz częściej jednak w sektorze tym, a zwłaszcza w niektórych jego segmentach (m.in. w przypadku banków) implementacja kodeksów odbywa się z inicjatywy organu nadzoru, który jest autorem regulacji. Takie też rozwiązanie przyjęto w odniesieniu do *Zasad...* Może to rodzić problemy z akceptacją regulacji przez jej adresatów, zwłaszcza że powoduje ona nierówne obciążenie różnych podmiotów oraz prowadzi do asymetrii korzyści i kosztów – inne grupy są głównymi beneficjentami proponowanych rozwiązań, a kto inny ponosi *gros* kosztów.