

O interesie spółki w kontekście postulatów zrównoważonego rozwoju – polemika*

Słowa kluczowe: zrównoważony ład korporacyjny, zrównoważony rozwój, interes spółki, business judgment rule, zasady współzycia społecznego

Pytanie o wpływ postulatów zrównoważonego rozwoju na ład korporacyjny należy dziś do kluczowych zagadnień globalnego dyskursu w zakresie prawa spółek. Na tym tle ograniczona obecność omawianej problematyki w polskojęzycznej literaturze przedmiotu w ostatnich latach może budzić zdziwienie. Tym większą uwagę warto poświęcić artykułowi A. Opalskiego, opublikowanemu na łamach „Przeglądu Prawa Handlowego” 2025/4, w którym autor analizuje wpływ postulatów zrównoważonego rozwoju na ład korporacyjny polskich spółek¹. Autor zdaje się sugerować, że przywołany w tytule jego opracowania epokowy dylemat „*for whom corporate managers are trustees*” jest w polskim prawie spółek jednoznacznie i ostatecznie rozstrzygnięty. W ocenie autorki niniejszej polemiki stanowisko to rodzi jednak pewne wątpliwości.

I. Uwagi wprowadzające

Jednym z zagadnień debaty nad wpływem celów zrównoważonego rozwoju na ład korporacyjny jest pytanie, w jaki sposób rozumienie klauzuli generalnej interesu spółki kształtuje lub powinno kształtować ramy procesów decyzyjnych piastunów spółki². Już obecnie te cele wywierają coraz silniejszą presję na poszerzenie spektrum czynników uwzględnianych w procesach decyzyjnych piastunów spółki. Dostrzega to również A. Opalski³. W jego ocenie jednak cele zrównoważonego rozwoju nie wpływają na treść pojęcia interesu spółki w prawie polskim (wnioski *de lege lata*)⁴ ani też nie przemawiają za koniecznością formułowania wniosków *de lege ferenda*⁵. Powstaje zatem pytanie, czy w polskim prawie spółek osiągnęliśmy

„koniec historii” w zakresie wykładni pojęcia interesu spółki⁶.

Celem niniejszej polemiki jest wykazanie, że w polskim prawie spółek dyskusja na temat interpretacji kategorii interesu spółki w świetle wyzwań zrównoważonego rozwoju pozostaje otwarta⁷. Autorka argumentuje, że obecny stan prawny (w tym orzecznictwo) nie jest tak jednoznaczny, jak utrzymuje A. Opalski. Ponadto dokonuje analizy sposobu, w jaki scharakteryzował i ocenił model zrównoważonego ładu korporacyjnego. Odnosi się również do krytyki, jaką A. Opalski sformułował wobec jej poglądów dotyczących adaptacji treści zasad współzycia społecznego do współczesnych wyzwań środowiskowych i społecznych. Autorka formułuje również propozycje zmian ustawowych, które mają na celu wesprzeć i legitymizować działania piastunów spółki ukierunkowane na realizację celów zrównoważonego rozwoju.

Polemika przybiera formę odpowiedzi na osiem kluczowych pytań, które nasunęły się autorce w trakcie lektury opracowania A. Opalskiego (por. pkt 2–9). Opracowanie zamykają wnioski zapraszające do szerszej krajowej debaty nad nieustannie ewoluującym rozumieniem interesu spółki (por. pkt 10).

* Niniejszy artykuł stanowi rezultat realizacji zadań badawczych w ramach projektu pt. „Rola zrównoważonego ładu korporacyjnego dla polityki klimatycznej”, finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki (nr projektu 2022/45/B/HSS/00659).

1 A. Opalski, *For Whom Corporate Managers Are Trustees, czyli niekończący się spór o wykładnię kategorii interesu spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2025/4, s. 4–19.

2 Inne wątki tej debaty obejmują m.in. kwestie uwzględniania wyzwań związanych ze zrównoważonym rozwojem przy definiowaniu roli akcjonariuszy – na przykład poprzez instrumenty typu „*say-on-climate*” – oraz zasadność tworzenia odrębnych form prawnych dla spółek działających w interesie społecznym. Por. poglądy H. Fleischer, *Auf dem Weg zu einem Klimagesellschaftsrecht?*, „Der Betrieb” 2024/39, s. 2410–2418.

3 „Zaden z celów szczegółowych, który bywa przyjmowany w działalności spółki, nawet jeśli przypada mu kluczowe znaczenie, nie ma waloru absolutnego, lecz wymaga «ważenia» w relacji do innych celów. Otwiera to drogę do uwzględniania celów z zakresu ESG i przeniesienia ich na sferę prawną” – zob. A. Opalski, *For Whom...*, s. 17.

4 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9–13.

5 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13–15.

6 Wiara w historyczny kres sporów o rozumienie interesu spółki wyrażona została przez H. Hansmanna i R. Kraakmana, którzy w 2001 r. postawili tezę o globalnej konwergencji w kierunku anglo-amerykańskiego modelu ładu korporacyjnego, por. H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, „Georgetown Law Journal” 2001/2, t. 89, s. 439.

7 W niniejszym artykule przedmiotem analizy są spółki kapitałowe. Dla uproszczenia wywodu oraz przejrzystości terminologicznej autorka posługuje się jednak pojęciami właściwymi dla spółki akcyjnej.



2. Co oznacza zasada prymatu akcjonariuszy?

Z uwagi na to, że zasada prymatu akcjonariuszy (ang. *shareholder primacy*) odgrywa kluczową rolę w opracowaniu A. Opalskiego, a także stanowi centralny punkt odniesienia dla modelu zrównoważonego ładu korporacyjnego, konieczne wydaje się przybliżenie jej rozumienia na tle choćby skrótkowo zarysowanej ewolucji historycznej.

Zasada prymatu akcjonariuszy pojawiła się w debacie *stricto* prawniczej na początku XX wieku w Stanach Zjednoczonych na tle specyficznych uwarunkowań gospodarczych i prawnych. Menedżerowie korporacji podlegali wówczas nielicznym ograniczeniom prawnym, a prawo spółek nie nakładało jeszcze na nich obowiązków powierniczych⁸. Problem konfliktu między interesem korporacji a osobistym interesem jej menadżerów domagał się prawnej odpowiedzi. Na tę sytuację nałożył się głęboki kryzys gospodarczy w latach 1929–1933. W takich okolicznościach A.A. Berle, wielokrotnie cytowany przez A. Opalskiego, postulował, aby menadżerów korporacji traktować jako powierników zobowiązanych do działania w interesie akcjonariuszy⁹. Jego poglądy znajdowały oparcie w wyroku Sądu Najwyższego stanu Michigan w sprawie Dodge przeciwko Ford¹⁰, który stanowi flagowy precedens dla zasady prymatu akcjonariuszy¹¹.

Ówczesne poglądy A.A. Berle’a krystalizują się na tle polemiki z E.M. Doddem. Autor ten opowiadał się za postrzeganiem istoty korporacji nie wyłącznie przez pryzmat jej funkcji jako źródła zysku dla właścicieli kapitału (ang. *profit-making function*), lecz również przez dostrzeganie jej funkcji społecznej (ang. *social service function*)¹². W jego ocenie menadżerowie powinni pełnić rolę powierników nie tylko wobec akcjonariuszy, lecz także wobec szerszego grona interesariuszy, w tym pracowników, klientów oraz społeczności lokalnych. Jego zdaniem rozwiązaniem lepszym niż propozycja A.A. Berle’a byłoby uznanie, że menadżerowie korporacji są zobowiązani do działania na rzecz samej korporacji jako „powiernicy dla instytucji, a nie jej członków”¹³. To właśnie w odpowiedzi na te argumenty A.A. Berle sformułował przywołane przez A. Opalskiego zastrzeżenia dotyczące koncepcji dowartościowania interesariuszy¹⁴.

Należy podkreślić, że obaj autorzy lokowali swoje rozważania w ramach paradygmatu maksymalizacji ogólnego dobrobytu społecznego (ang. *social welfare*). Oparta na teorii praw

własności teza o prymacie interesów akcjonariuszy sformułowana przez A.A. Berle’a, a następnie rozwinięta we współautorstwie z G. Meansem w monografii „*The Modern Corporation and Private Property*”¹⁵, miała realizować funkcję redystrybucji władzy ekonomicznej z rąk elity menadżerów na rzecz społeczeństwa, które reprezentowali amerykańscy akcjonariusze wywodzący się z klasy pracującej i średniej¹⁶.

Choć pozornie nie straciła na aktualności, polemika A.A. Berle’a z E.M. Doddem nie oddaje istoty współczesnej debaty odnoszącej się do kategorii interesu spółki. Przede wszystkim współczesne rozumienie zasady *shareholder primacy* ukształtowało się znacznie później. Dlatego najwyżej można rozważać określenie A.A. Berle’a mianem „pradziadka współczesnej koncepcji prymatu akcjonariuszy”¹⁷, ale z pewnością nie sposób identyfikować go ani jako jej twórcy, ani nawet jako jej zwolennika¹⁸ (o krytycznym spojrzeniu A.A. Berle’a na ewolucję zasady prymatu akcjonariuszy zob. poniżej).

Ważny etap ewolucji zasady prymatu akcjonariuszy przypada na lata 60. XX wieku, kiedy to w naukach prawnych zaczęła zyskiwać na znaczeniu ekonomiczna analiza prawa (ang. *law and economics*)¹⁹. Kluczową rolę odegrał H. Manne, który nie tylko przejął, lecz także znacząco przekształcił klasyczne ujęcie zasady prymatu akcjonariuszy. W jego interpretacji zasada *shareholder primacy* przyjęła formę określaną mianem „radikalnego prymatu akcjonariuszy” (ang. *radical shareholder primacy*)²⁰.

Podczas gdy celem A.A. Berle’a i G. Meansa (a także E.M. Dodd’a) było ograniczenie nadmiernej władzy menadżerów oraz ochrona interesów akcjonariuszy w imię maksymalizacji dobrobytu społecznego, H. Manne przesunął akcent na maksymalizację efektywności ekonomicznej samej korporacji, traktując ją jako wehikuł służący wyłącznie interesom właścicieli kapitału²¹. W rezultacie doszło do zasadniczej zmiany w rozumieniu zasady prymatu akcjonariuszy: o ile u podstaw pierwotnego założenia leżała idea „sprawiedliwego” (ang. *fair*) lub „wystarczającego” (ang. *sufficient*) zysku, to w interpretacji H. Manne’a centralnym obowiązkiem zarządu stała się maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy²².

Tę zmianę można postrzegać jako wręcz ironiczną²³, ponieważ prowadziła do skutków przeciwnych do zamierzonych przez A.A. Berle’a, który dostrzegał w zasadzie prymatu akcjonariuszy potencjalne narzędzie służące

8 F. Stewart Jr., *Berle’s Conception of Shareholder Primacy: A Forgotten Perspective for Reconsideration during the Rise of Finance*, „Seattle University Law Review” 2011, t. 34, s. 1457, 1464.

9 A.A. Berle Jr., *Participating Preferred Stock*, „Columbia Law Review” 1926, t. 26, s. 303, 305, 317; A.A. Berle Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, „Harvard Law Review” 1931/7, t. 44, s. 1049.

10 Dodge przeciwko Ford Motor Co., 204 Mich. 459 (1919); por. M.T. Henderson, *The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old Is New Again* [w:] *Corporate Law Stories*, red. J.M. Ramseyer, New York 2009, s. 37 i n.

11 Krytycznie w tym zakresie L.A. Stout, *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, „Virginia Law & Business Review” 2008, t. 3, s. 163, 168.

12 E.M. Dodd Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, „Harvard Law Review” 1932/7, t. 45, s. 1145–1163; szerzej w polskiej doktrynie K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 158–163.

13 E.M. Dodd Jr., *For Whom...*, s. 1154, 1160, 1163.

14 A.A. Berle, *For Whom Are Corporate Managers Trustees: A Note*, „Harvard Law Review” 1932/8, t. 45, s. 1365, 1367–1368.

15 A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1933.

16 F. Stewart Jr., *Berle’s...*, s. 1463.

17 W.W. Bratton, M.L. Wachter, *Shareholder Primacy’s Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation*, „Journal of Corporation Law” 2008/1, t. 34, s. 150.

18 F. Stewart Jr., *Berle’s...*, s. 1470; W.W. Bratton, M. L. Wachter, *Shareholder Primacy’s...*, s. 150 („So the question is whether the shareholder primacy side advance its cause by hitching its wagon to Berle. The answer is no”).

19 J. Sneideron, *The History of Shareholder Primacy, from Adam Smith through the Rise of Financialism* [w:] *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, red. B. Sjöfjell, C.M. Bruner, Cambridge 2020, s. 81.

20 Zdaniem Millona, Manne przekształcił „tradycyjną” dominację akcjonariuszy w „radikalną” dominację akcjonariuszy – D. Millon, *Radical Shareholder Primacy*, „University of St. Thomas Law Journal” 2013/4, t. 10, s. 1013–1014.

21 F. Stewart Jr., *Berle’s...*, s. 1459.

22 H.G. Manne, *The ‘Higher Criticism’ of the Modern Corporation*, „Columbia Law Review” 1962/3, t. 62, s. 399, 402, 415; D. Millon, *Radical...*, s. 1013–1014; J. Sneideron, *The History...*, s. 82.

23 J. Sneideron, *The History...*, s. 82.

otwarcu korporacji na interes publiczny. Nic więc dziwnego, że w 1962 r. A.A. Berle stanowczo zakwestionował tezę H. Manne'a o imperatywie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, dostrzegając w nich niebezpieczne uproszczenie rzeczywistego celu funkcjonowania korporacji w społeczeństwie²⁴.

Stanowisko H. Manne'a zostało rozwinięte w latach 70. XX wieku przede wszystkim przez D. Fischela, który w kontekście problemu wrogich przejęć wprowadził teorię kosztów agencji autorstwa M. Jensena i W. Mecklinga do literatury prawniczej²⁵. Z perspektywy nurtu *law and economics* koncentrowanie się przez menedżerów na maksymalizacji zysków dla akcjonariuszy miało przyczyniać się do ograniczenia konfliktu (i kosztów) agencji oraz poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw na rynku kapitałowym²⁶. Nowe rozumienie zasady prymatu akcjonariuszy stanowiło „potężną rekontekstualizację korporacji w myśli prawniczej”²⁷ i szybko zyskało status dominującego paradygmatu. W nośnym artykule H. Hansmanna i R. Kraakmana z 2001 r., zatytułowanym „*The End of History for Corporate Law*”²⁸, autorzy stwierdzili, że globalna konwergencja w kierunku anglo-amerykańskiego modelu ładu korporacyjnego determinowanego zasadą prymatu akcjonariuszy osiągnęła taki poziom, iż dalszy rozwój prawa spółek miałby polegać jedynie na doskonaleniu szczegółowych mechanizmów w ramach jednego, dominującego paradygmatu.

Zgodnie z powyższym współczesne rozumienie zasady prymatu akcjonariuszy na gruncie doktryny amerykańskiej odnosi się do spoczywającego na piastunach spółki imperatywu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy²⁹.

Na gruncie opracowania A. Opalskiego zasada prymatu akcjonariuszy zdaje się przyjmować nieco odmienne znaczenie. Autor posługuje się tym pojęciem w wielu miejscach, stwierdzając między innymi, że: „Zasada prymatu interesów akcjonariuszy jest silnie ugruntowana w tradycji polskiego ładu korporacyjnego”³⁰. Twierdzi również, że interesy współników wyrażają się „najczęściej w maksymalizacji zysku bądź wartości inwestycji”³¹. Jednocześnie trudno uznać, aby przypisywał on tej zasadzie znaczenie w pełni tożsame z treścią *shareholder primacy* w jej wyżej przedstawionym „amerykańskim” ujęciu. A. Opalski opowiada się bowiem także jednoznacznie za obowiązywaniem w Polsce modelu *enlightened shareholder value* (dalej model ESV)³². Zauważa, że „już obecnie krajowi zarządzający korzystają ze stosunkowo szerokiej swobody urzeczywistniania

celów zrównoważonego rozwoju, co umożliwia koncepcja *enlightened shareholder value*”³³.

Model ESV dopuszcza uwzględnianie w procesach decyzyjnych przez piastunów spółki interesów interesariuszy tylko w takim zakresie, w jakim służy to budowaniu wartości dla akcjonariuszy – i tylko w takim zakresie³⁴. Na tym tle w literaturze trafnie wskazuje się, że model ESV nie wnosi istotnej „wartości”, ponieważ zasada prymatu akcjonariuszy już wcześniej dopuszczała uwzględnienie interesów interesariuszy, jeżeli miałyby to instrumentalny charakter dla maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy lub nie pozostawało z nią w sprzeczności³⁵. Kierując się dyrektywami modelu ESV menedżer nie może podjąć decyzji, które przy zachowaniu zyskowności przedsiębiorstwa i rentowności danej inwestycji, mogłyby ograniczać istotny negatywny wpływ takiej inwestycji na otoczenie, jeżeli taka decyzja pozostawałaby w konflikcie z dyrektywą maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Model ESV nie stanowi zatem rzeczywistej alternatywy wobec „amerykańskiej” zasady prymatu akcjonariuszy nakazującej maksymalizację wartości dla akcjonariuszy, lecz pozostaje z nią w pełni kompatybilny, stanowiąc jej odmianę (wariant).

3. Jaka jest istota modelu zrównoważonego ładu korporacyjnego?

Ostatnie lata obfitowały w zagranicznej literaturze licznymi publikacjami uwzględniającymi problematykę zrównoważonego rozwoju w koncepcjach ładu korporacyjnego. Zrozumiałe jest, że A. Opalski w krótkim artykule nie dokonuje przeglądu całego spektrum stanowisk, ale sięga po jedno wybrane. Raport grupy badawczej SMART³⁶ jest dobrą egzemplifikacją poglądów na temat „modelu zrównoważonego ładu korporacyjnego” (ang. *corporate sustainability* – dalej model CS)³⁷. Model ten znajduje wyraz nie tylko w samym raporcie SMART i innych wynikach prac tej grupy badawczej³⁸, ale również w bogatym dorobku doktryny zagranicznej³⁹. Dokonana przez A. Opalskiego

24 A.A. Berle Jr., *Modern Functions of the Corporate System*, „Columbia Law Review” 1962/3, t. 62, s. 433.

25 D. Fischel, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, „Texas Law Review” 1978/1, t. 57, s. 1–46 (z wykorzystaniem M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure* [w:] *Economics and Social Institutions*, red. K. Brunner, Dordrecht 1979).

26 F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge 1991, s. 4–8.

27 F. Stewart Jr., *Berle's...*, s. 1458 (odwołanie do H.G. Manne); zob. też D. Millon, *Radical...*, s. 1031 (określający analizę Fischela jako „rewolucyjną”).

28 H. Hansmann, R. Kraakman, *The End...*, s. 439.

29 Por. J. Sneider, *The History...*, s. 79; B. Sjöfjell, A. Johnston, L. Anker-Sørensen, D. Millon, *Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies* [w:] *Company Law and Sustainability. Legal Barriers and Opportunities*, red. B. Sjöfjell, B.J. Richardson, Cambridge 2015, s. 79–147; C.M. Bruner, *Corporate Governance in the Common-Law World: The Political Foundations of Shareholder Power*, Cambridge 2013, *passim*.

30 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9.

31 A. Opalski, *For Whom...*, s. 4.

32 A. Opalski, *For Whom...*, s. 10, 14, 16.

33 A. Opalski, *For Whom...*, s. 14.

34 L.A. Bebchuk, K. Kastiel, R. Tallarita, *Does Enlightened Shareholder Value Add Value?*, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 643/2022, s. 4.

35 L.A. Bebchuk, K. Kastiel, R. Tallarita, *Does Enlightened...*, s. 15–16.

36 B. Sjöfjell i in., *Supporting the Transition to Sustainability: SMART Reform Proposals*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2019/63.

37 A. Opalski określa ten model roboczo w swoim tekście mianem „*stakeholder model*” – A. Opalski, *For Whom...*, s. 4. Sami autorzy modelu CS dystansują się jednak od tego określenia – por. B. Sjöfjell, J. Mähönen, *Corporate Purpose and the Misleading Shareholder v Stakeholder Dichotomy*, „Bond Law Review” 2024/2, s. 69–112.

38 B. Sjöfjell, H. Ahlström, *Facilitating Interdisciplinary Corporate Sustainability Research: The SMART Research Guide*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2020/16, s. 1–32; B. Sjöfjell, J.T. Mähönen, T. Novitz, C. Gammage, H. Ahlström, *Securing the future of European business: SMART reform proposals*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2020/11, s. 1–88; C. Gammage, S.E. Stave, H. Ahlström, B. Sjöfjell, *SMART Guidelines: Making Policy Coherence for Development Fit for Purpose*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2020/13, s. 1 i n.

39 Por. m.in. B. Sjöfjell, B.J. Richardson (red.), *Company Law and Sustainability. Legal Barriers and Opportunities*, Cambridge 2015; B. Sjöfjell, G. Tsagas, C. Villiers (red.), *Sustainable Value Creation in the European Union. Towards Pathways to a Sustainable Future through Crises*, Cambridge 2022; B. Sjöfjell, C.M. Bruner (red.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge 2020; B. Sjöfjell, *Redefining the Corporation for a Sustainable New Economy*, „Journal of Law and Society” 2018/1, s. 29–45.



charakterystyka i ocena modelu CS budzi jednak w ocenie autorki wątpliwości.

A. Opalski sugeruje, że przyjęcie modelu CS „rodziłoby zagrożenia dla modelu gospodarczego Europy, a szerzej – świata zachodniego”⁴⁰. Przedstawia model CS jako jaskrawą antytezę konstrukcji spółki działającej dla zysku⁴¹ i wskazuje, że interes wspólników w tym modelu „miałby zejść na dalszy plan”⁴². Powodowałoby to, zdaniem autora, traktowanie interesów akcjonariuszy na „równorzędnym poziomie” co interesy interesariuszy lub interes publiczny⁴³, a tym samym piastuni mogliby w procesach decyzyjnych hierarchizować te interesy „na zasadzie swobodnego uznania”⁴⁴. Zdaniem autorki takie wnioski nie znajdują ani oparcia w raporcie SMART, ani w innych źródłach uznawanych za reprezentatywne dla modelu CS.

Model CS postuluje, aby działanie spółek było: 1) środowiskowo zrównoważone (ang. *environmentally sustainable*), 2) społecznie zrównoważone (ang. *socially sustainable*) oraz 3) ekonomicznie trwałe (ang. *economically sustainable*)⁴⁵. Urzeczywistnienie modelu CS wymaga integracji wskazanych trzech przesłanek w wykonywaniu obowiązków przez piastunów spółki⁴⁶.

Na gruncie modelu CS spółka jest postrzegana jako **instrument tworzenia wartości**. Tak jednoznacznie stwierdza raport SMART: „celem [spółki] jest umożliwienie i ułatwienie tworzenia wartości przez biznes i sektor finansowy w sposób zrównoważony [...]”⁴⁷. Przesłanka ekonomicznej trwałości odnosi się do konieczności zachowania zdolności spółki do funkcjonowania jako organizm gospodarczy w długiej perspektywie czasowej. Oznacza to, że spółka musi zapewniać akcjonariuszom korzyści na poziomie wystarczającym, aby utrzymać swoją zdolność pozyskania i utrzymania kapitału. Model CS nie neguje, że w istotę konstrukcji spółki wpisane jest kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Wobec wyzwań środowiskowo-społecznych model ten postuluje natomiast uznanie oraz wyraźne wyartykułowanie w prawie spółek określonych granic i parametrów dla tego dążenia⁴⁸.

Przyjmuje się, że istnieją ograniczenia eksploatacji zasobów Ziemi, których przekroczenie może prowadzić do nieodwracalnych zmian w środowisku, niosących poważne konsekwencje społeczne (tzw. koncepcja granic planetarnych, ang. *planetary boundaries*)⁴⁹. W rezultacie interpretacja interesu spółki

oraz jej przełożenie na konkretne działania muszą uwzględniać te granice i się im podporządkować⁵⁰.

Dostrzegając, że zasada prymatu akcjonariuszy spółki, mimo braku bezpośredniego odzwierciedlenia w prawie spółek w większości jurysdykcji, funkcjonuje jako norma społeczna, model CS krytykuje wzorzec postępowania piastunów oparty na imperatywie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy⁵¹. Istotnym elementem modelu CS jest więc ochrona „decydentów w przedsiębiorstwach przed presją maksymalizacji zwrotów finansowych”⁵². Model CS wyraźnie rozróżnia wzorzec postępowania piastuna, który jest zobowiązany realizować interesy akcjonariuszy w ramach zapewnienia trwałości ekonomicznej (ang. *economic sustainability*), od wzorca nakazującego maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. W modelu CS, w przeciwieństwie do zasady prymatu akcjonariuszy (w tym, w modelu ESV), menedżer może podjąć decyzje, które przy zachowaniu zyskowności przedsiębiorstwa i rentowności danej inwestycji mogłyby ograniczać istotny negatywny wpływ działalności spółki (czy też tej inwestycji) na otoczenie, kosztem maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Charakterystyka modelu CS przez A. Opalskiego pomija te fundamentalne założenia, co powoduje, że formułowane obawy wynikają z jego przerysowanej interpretacji. Wbrew twierdzeniom autora, postulaty 1) odejścia od zasady *shareholder primacy* w rozumieniu imperatywu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy oraz 2) dostosowania działań spółki do „zewnętrznych” granic wyznaczanych przez wyzwania środowiskowo-społeczne nie implikują, że interesy akcjonariuszy, innych interesariuszy i interes publiczny miałyby w kształtowaniu działań spółki posiadać równorzędną pozycję⁵³. Taki wniosek byłby nie do pogodzenia z założeniem ekonomicznej trwałości spółki, które jest integralnym elementem modelu CS.

4. Czy zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV wynika z ugruntowanej tradycji polskiego ładu korporacyjnego?

A. Opalski wskazuje w swoim opracowaniu, że zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV jest silnie ugruntowana w tradycji polskiego ładu korporacyjnego⁵⁴. Stanowisko to budzi wątpliwości.

40 A. Opalski, *For Whom...*, s. 14.

41 A. Opalski, *For Whom...*, s. 14.

42 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9.

43 A. Opalski, *For Whom...*, s. 4.

44 A. Opalski, *For Whom...*, s. 11.

45 B. Sjöfjell, C.M. Bruner, *Corporations and Sustainability* [w:] *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, red. B. Sjöfjell, C.M. Bruner, Cambridge 2020, s. 11.

46 B. Sjöfjell, *Realising the Potential of the Board for Corporate Sustainability* [w:] *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, red. B. Sjöfjell, C. M. Bruner, Cambridge 2020, s. 705.

47 „We aim to make it possible and easy for business and finance to create value in a sustainable manner, and for products to be produced and consumed in a way that contributes to securing a safe and just space for humanity within planetary boundaries” – B. Sjöfjell i in., *Supporting...*, s. 3.

48 „[...] the purpose of business needs to be redefined towards sustainability” – B. Sjöfjell i in., *Supporting...*, s. 3.

49 B. Sjöfjell, *Realising...*, s. 705, w zakresie koncepcji granic planetarnych por. najnowsze badania D.P. van Vuuren i in., *Exploring pathways for world development within planetary boundaries*, „Nature” 2025, <https://doi.org/10.1038/s41586-025-08928-w> (dostęp: 20.06.2025 r.).

50 B. Sjöfjell, *Realising...*, s. 705 („corporate purpose as a legal concept could be formulated as creating «sustainable value within planetary boundaries»”).

51 B. Sjöfjell i in., *Supporting...*, s. 3; B. Sjöfjell, A. Johnston, L. Anker-Sørensen, D. Millon, *Shareholder...*, s. 79–147; B. Sjöfjell, M.B. Taylor, *Clash of Norms: Shareholder Primacy vs. Sustainable Corporate Purpose*, „International and Comparative Corporate Law Journal” 2019/3, t. 13, s. 46–47.

52 B. Sjöfjell i in., *Supporting...*, s. 3.

53 A. Opalski, *For Whom...*, s. 4.

54 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9, 16. Por. w tym zakresie R. Stefanicki, *Należita staranność zawodowa członka zarządu spółki kapitałowej*, Warszawa 2020, s. 37–38, który szkieletuje założenie spójne z modelem CS, wskazując, że uwzględnienie „szerszej perspektywy, jaką stanowią interesariusze jest uznawane za zasadne, jeżeli pozwala skutecznie realizować zasadnicze cele spółki” i zarazem podkreśla, że w takim modelu istnieje „zgoda co do tego, że nie można bronić stanowiska głoszącego konieczność równoważnego traktowania interesu udziałowców oraz interesu osób z otoczenia spółki”.

Po pierwsze, ciężar gatunkowy argumentu odwołującego się do polskiej tradycji ładu korporacyjnego wymaga pogłębionego uzasadnienia, którego w tekście autora zabrakło. A. Opalski ogranicza się do stwierdzenia, że owa tradycja jest rezultatem „procesów transformacji gospodarczej po 1989 r., których celem było zerwanie z modelem gospodarki centralnie planowanej”⁵⁵. Można przypuszczać, że w ten sposób autor nawiązuje do dziedzictwa liberalizmu gospodarczego oraz do ukształtowanych w latach 80. i 90. XX wieku zasad ładu korporacyjnego inspirowanych wzorcami amerykańskimi, których istotnym elementem jest zasada prymatu akcjonariuszy w jej radykalnym ujęciu. Jednocześnie jednak autor utożsamia tradycję polskiego ładu korporacyjnego z modelem ESV⁵⁶, który dopiero od końca lat 90. XX wieku zaczął być przedmiotem systematycznej refleksji w ramach prac *Company Law Review Steering Group* (CLRSG) w Wielkiej Brytanii i stopniowo znalazł drogę do dyskursu akademickiego, a także do Sekcji 172 (1) Companies Act 2006⁵⁷. Nie jest więc jasne, jakie są źródła polskiej tradycji zasady prymatu akcjonariuszy w modelu ESV.

Po drugie, w poszukiwaniu źródeł tradycji modelu ESV w Polsce A. Opalski nie powinien pomijać faktu, że obecne ramy ładu korporacyjnego wyznaczone przez Kodeks spółek handlowych⁵⁸ czerpią inspirację z kilku porządków prawnych⁵⁹. Podstawowym punktem odniesienia przy tworzeniu Kodeksu spółek handlowych było prawo niemieckie⁶⁰, a zgodnie z zasadą kontynuacji istotną rolę odegrał także Kodeks handlowy⁶¹. Jak wskazał S. Soltysieński, w pracach Komisji Kodyfikacyjnej nad Kodeksem spółek handlowych dominował pogląd, że źródłem inspiracji dla konkretnych rozwiązań legislacyjnych powinny być wiodące ustawodawstwa kontynentalne, w szczególności prawo niemieckie⁶². Co więcej, Komisja Kodyfikacyjna korzystała również z opinii przygotowanych przez ekspertów niemieckich⁶³. W tym kontekście argument za tradycyjnym ugruntowaniem zasady prymatu akcjonariuszy w modelu ESV w Polsce nie może pomijać złożoności i różnorodności wpływów, które ukształtowały obecny stan regulacji.

Po trzecie, w analizie polskiej tradycji ładu korporacyjnego w zakresie koncepcji interesu spółki nie należy pomijać faktu, że w pierwszych dekadach XX wieku⁶⁴ oraz

w okresie transformacji gospodarczej co najmniej do końca lat 90. XX wieku⁶⁵ w polskiej doktrynie prawa handlowego dominowało stanowisko podkreślające jurystyczną odrębność interesu osoby prawnej od interesu jej uczestników. Również w pierwszej dekadzie XXI wieku poglądy te były wyraźnie obecne w doktrynie⁶⁶. Choć przedstawiciele tego nurtu różnią się w szczegółach, wspólne pozostaje dla nich przekonanie, że między interesem spółki a interesami jej wspólników nie można postawić znaku równości. Jurystyczna odrębność spółki oraz uznanie interesu spółki za odrębną kategorię prawną mają, ich zdaniem, istotne znaczenie normatywne⁶⁷. Również nowsze stanowiska doktryny negują możliwość zrównania interesu spółki z interesami wspólników⁶⁸. Trudno więc te poglądy pogodzić z ideą modelu ESV.

Na tym tle szczególnej uwagi wymaga ocena poglądów formułowanych przez osoby bezpośrednio zaangażowane w prace nad Kodeksem spółek handlowych, które w żaden sposób nie wpisują się w nurt zasady prymatu akcjonariuszy⁶⁹. Szczególnie doniosłe wydają się w tym kontekście wypowiedzi S. Soltysieńskiego, które wprost zaprzeczają fundamentalnym założeniom modelu ESV. Autor ten wskazuje, że „nadrzędnym celem, który powinni realizować funkcjonariusze spółki, nie jest interes wspólników, lecz interes spółki, która stanowi odrębny od wspólników podmiot” oraz że „funkcje piastunów spółki powinny być postrzegane jako powinność kojarzenia sprzecznych interesów spółki, wspólników i interesariuszy”⁷⁰. Charakterystyczne dla modelu ESV uwzględnienie interesów innych niż akcjonariuszy jedynie akcesoryjnie, tj. w granicach interesu wspólników, czyni ten model, zdaniem S. Soltysieńskiego, w istocie pozbawionym praktycznego znaczenia⁷¹.

Choć autorka konsekwentnie stoi na stanowisku, że zapatrywania twórców danej regulacji nie mogą rozstrzygać o wyniku procesu wykładni⁷², to jednak nie sposób pominąć, że brak jakiegokolwiek śladu potwierdzającego przywiązanie do prymatu akcjonariuszy w poglądach kodyfikatorów – a wręcz obecność jednoznacznych wypowiedzi wyraźnie odrzucających model ESV – pozostaje

55 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9.

56 A. Opalski, *For Whom...*, s. 16.

57 Zob. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> – dalej Companies Act 2006.

58 Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.) – dalej k.s.h.

59 Por. uzasadnienie projektu ustawy – Kodeks spółek handlowych, III kadencja, druk sejm. nr 1687, s. 22; S. Soltysieński, *Kodeks spółek handlowych (Podstawowe założenia)*, „Państwo i Prawo” 2000/11, s. 6.

60 Por. uzasadnienie..., druk sejm. nr 1687, s. 22.

61 Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 27.06.1934 r. – Kodeks handlowy (Dz.U. Nr 57, poz. 502 ze zm.). Por. uzasadnienie..., druk sejm. nr 1687, s. 2.

62 S. Soltysieński, *Kodeks...*, s. 6.

63 S. Soltysieński, *Kodeks...*, s. 8.

64 Por. R. Longchamps de Brier, *Studia nad istotą osoby prawnej*, Lwów 1911, s. 165–199; M. Allerhand, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Lwów 1935, s. 380, 642; T. Dziurzyński [w:] *Kodeks handlowy. Komentarz*, red. T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, Łódź 1992, s. 266–277. W pracach z lat 20. XX wieku silnie akcentowany był też społeczny kontekst prawa handlowego – por. J. Namitkiewicz, który definiował prawo handlowe jako „zespół przepisów normatywnych, dających podstawę do równoważenia interesów natury ekonomicznej, wynikających z czynności, skierowanych do otrzymania zysku w drodze pośredniczenia przy wymianie dóbr i kierowania w ten sposób postępowaniem moralnym i ekonomicznym ludzi, czynnościami takimi zajmujących się, zgodnie z poczuciem właściwych celów społecznych” – por. J. Namitkiewicz, *Próba charakterystyki i określenie prawa handlowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1992/1 (przedruk z „Przeglądu Prawa Handlowego” 1925/2), s. 26.

65 Por. S. Soltysieński [w:] S. Soltysieński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. 1, Warszawa 1994, s. 77; J. Frąckowiak [w:] *Kodeks handlowy. Komentarz*, red. K. Kruczałak, Warszawa 1988, s. 594.

66 K. Bilewska, *Dochodzenie roszczeń spółki kapitałowej przez jej wspólników (actio pro socio)*, Warszawa 2008, s. 65; P. Brylowski, A. Kidyba, *Kategoria interesu w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005/10, s. 7–8; M. Olechowski, *Interes spółki kapitałowej wobec relacji kontraktowych w grupach spółek (zagadnienia wybrane)* [w:] *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, red. M. Modrzejewska, Warszawa 2010, s. 673; A. Szumański, *Spór wokół roli interesu grupy spółek i jego realizacji w szczególności do interesu własnego spółki uczestniczącej w grupie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010/5, s. 12.

67 Por. historyczną analizę poglądów dotyczących interpretacji interesu spółki A.-M. Weber, A. Szczesna, *The Interest of the Company in Poland: Dismantling the Narratives for Sustainability*, <https://ssrn.com/abstract=5158459> (dostęp: 20.06.2025 r.), s. 3–12.

68 Por. I. Gębusia, *Interes spółki w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2017, s. 40–41 („należy przychylić się do poglądu, w myśl którego całkowite utożsamienie interesu spółki z interesami jej wspólników (akcjonariuszy) może podważać charakter prawny i istotę spółki kapitałowej”).

69 Por. S. Soltysieński, P. Moskwa [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 17A, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Soltysieński, Warszawa 2015, s. 37–43; S. Soltysieński, *Corporate Boards in Poland* [w:] *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*, red. P. Davies, K. Hopt, R. Nowak, G. van Solinge, Oxford 2013, s. 538–539; A. Szumański, *Spór...*, s. 12.

70 S. Soltysieński, P. Moskwa [w:] *System...*, s. 39.

71 S. Soltysieński, P. Moskwa [w:] *System...*, s. 38–39.

72 A.-M. Weber, *Interes grupy spółek – ciało obce w sporach uchwałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2023/7, s. 16.

w napięciu z kategorycznym wnioskiem A. Opalskiego o silnym zakorzenieniu tego modelu w polskiej tradycji ładu korporacyjnego.

Po czwarte, stanowisko A. Opalskiego nie uwzględnia tradycji, do której nawiązuje polski ustrój gospodarczy określony w Konstytucji RP⁷³. Na tle art. 20 Konstytucji RP tradycja ta opiera się zasadzie ustrojowej społecznej gospodarki rynkowej, inspirowanej nurtem niemieckiego ordoliberalizmu⁷⁴. Pomimo uznania prymatu własności prywatnej i mechanizmów rynkowych jako podstawowych zasad organizacji życia gospodarczego, ustrój ten zakłada dopuszczalność „korygującej” ingerencji państwa, która pozwoli na zapewnienie sprawiedliwości społecznej i realizację celów społecznych⁷⁵. Ponadto zrównoważony rozwój stanowi na gruncie art. 5 Konstytucji RP samodzielną zasadę ustrojową⁷⁶. Konstytucyjne zasady ustrojowe posiadają „wymiar prawny”⁷⁷, który wywiera wpływ na aksjologię prawa handlowego⁷⁸.

5. Czy zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV wynika z istoty konstrukcji spółki?

Jak wskazuje A. Opalski, pytania o interpretację pojęcia interesu spółki „nie rozstrzyga wprost krajowy ustawodawca”⁷⁹. W konsekwencji, zdaniem autora, odpowiedzi należy udzielić na podstawie sprzężonych ze sobą „konstrukcyjnych założeń spółek” oraz „reguł alokacji kompetencji w spółkach”⁸⁰.

Jak należy rozumieć, przez „konstrukcyjne założenia” spółki autor postrzega przede wszystkim okoliczność, że spółka jest zakładana przez wspólników z ich woli i stanowi formę ich zrzeszenia, opartego na stosunku obligacyjnym, którego treścią jest wymiana wkładu na prawa członkowskie⁸¹. Ponadto akcjonariusze kształtują ustrój spółki w granicach prawa. Wyjaśniając rozumienie „reguł alokacji kompetencji”, A. Opalski wskazuje natomiast, że fundamentalne decyzje dotyczące spółki są pozostawione akcjonariuszom, w tym ustalenie lub dookreślenie

zasad reprezentacji, zmiana statutu spółki, połączenie z inną spółką, przekształcenie czy wreszcie rozwiązanie spółki⁸².

Na tle analizy prawnoporównawczej powyższa argumentacja nie przekonuje. Wskazane przez A. Opalskiego „założenia konstrukcyjne” i „reguły alokacji kompetencji” nie wyróżniają polskiego prawa spółek w sposób wyraźny na tle innych porządków prawnych w taki sposób, że byłoby możliwe uzasadnienie tym odmiennego rozumienia pojęcia interesu spółki.

W prawie francuskim byt spółek kapitałowych, podobnie jak w Polsce, jest determinowany przez wspólników (akcjonariuszy), którzy kształtują ich ustrój w granicach prawa⁸³. Reguły alokacji kompetencji przyznają wspólnikom (akcjonariuszom) kluczowe uprawnienia, takie jak wpływ na reprezentację spółki, podejmowanie decyzji dotyczących zmiany statutu spółki, jej reorganizacji, a także decyzje o jej rozwiązaniu⁸⁴. Stan prawny we Francji różni się od polskiego nie w zakresie „konstrukcyjnych założeń spółek” czy też „reguł alokacji kompetencji w spółkach”, lecz w kwestii wyraźnego wyboru aksjologicznego ustawodawcy. Wprowadzenie do szkieletu konstrukcyjnego spółki kapitałowej normy zawartej w art. 1833 ak. 2 Code civil⁸⁵ wprost przesądza, że spółka jest zarządzana w swoim własnym interesie, z uwzględnieniem społecznych i środowiskowych aspektów swojej działalności.

Również w prawie niemieckim odrębność konstrukcji spółki, która miałaby rzekomo uzasadniać odmienne rozumienie interesu spółki, okazuje się pozorna. Byt niemieckiej spółki akcyjnej jest – podobnie jak w Polsce – determinowany wolą akcjonariuszy, którzy kształtują jej ustrój w granicach obowiązującego prawa⁸⁶. Fakt wprowadzenia modelu współdecydowania nie usuwa decydującego wpływu akcjonariuszy na powołanie (odwołanie) piastunów, zmianę statutu, podjęcie decyzji o reorganizacji podmiotowej, i nie pozbawia ich możliwości rozwiązania spółki⁸⁷. W doktrynie niemieckiej wskazuje się, że istnienie modelu współdecydowania nie jest relewantne z punktu widzenia konkretyzacji interesu spółki, a w ślad za tym, wzorca staranności członka zarządu⁸⁸.

Przywołane na gruncie prawa polskiego przez A. Opalskiego „konstrukcyjne założenia spółek” oraz „reguły alokacji kompetencji w spółkach” znajdują zasadniczo odpowiedniki w systemie prawa brytyjskiego⁸⁹. Mimo tego uznano, że wprowadzenie modelu ESV wymaga interwencji ustawodawczej, która nastąpiła w ramach Section

73 Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2.04.1997 r. (Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze zm.) – dalej Konstytucja RP.

74 Por. L. Garlicki, M. Zubik [w:] *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, t. 1, red. L. Garlicki, M. Zubik, Warszawa 2016, art. 20, nb 5, którzy wskazują: „Przebieg prac nad konstytucją wskazuje bowiem wyraźnie, że intencją jej twórców było nawiązanie do dorobku konstytucjonalizmu zachodniego, zwłaszcza do niemieckiej koncepcji *soziale Marktwirtschaft*, która wprawdzie nie została *expressis verbis* wyrażona w Ustawie zasadniczej, ale stanowi jedną z ideologicznych podstaw ustroju gospodarczego RFN”.

75 L. Garlicki, M. Zubik [w:] *Konstytucja...*, art. 20, nb 5 („Polski ustrojodawca nie przyjmuje jednak bezrefleksyjnie afirmatywnego podejścia do wolnego rynku”).

76 M. Zubik, *Prawo konstytucyjne współczesnej Polski*, Warszawa 2023, s. 69.

77 C. Banasiński, *Konstytucyjne podstawy ustroju gospodarczego* [w:] *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, Warszawa 2007, s. 35.

78 Por. w tym zakresie argumentację autorki przedstawioną w innym opracowaniu: A.-M. Weber, *Aksjologia prawa spółek a interes publiczny – współczesne dylematy* [w:] *Podstawowe problemy i konstrukcje współczesnego prawa handlowego*, red. A. Herbet, Warszawa 2023, s. 85–102; zob. też S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] *System...*, s. 42.

79 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9.

80 A. Opalski, *For Whom...*, s. 10.

81 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9.

82 A. Opalski, *For Whom...*, s. 9.

83 Por. opracowania w ramach *Part 1 – France* [w:] *Company Laws of the EU. A Handbook*, red. A. Vicari, A. Schall, München 2021, s. 1–109 (w odniesieniu do spółek akcyjnych), s. 109–199 (w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością).

84 Por. opracowania w ramach *Part 1 – France...*, s. 1–109 (w odniesieniu do spółek akcyjnych), s. 109–199 (w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością).

85 Zob. https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070721/ (dostęp: 24.06.2025 r.).

86 Por. opracowania w ramach *Part 2 – Germany* [w:] *Company Laws of the EU. A Handbook*, red. A. Vicari, A. Schall, München 2021, s. 199–323 (w odniesieniu do spółek akcyjnych), s. 323–427 (w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością).

87 Por. opracowania w ramach *Part 2 – Germany* [w:] *Company Laws of the EU. A Handbook*, red. A. Vicari, A. Schall, München 2021, s. 199–323 (w odniesieniu do spółek akcyjnych), s. 323–427 (w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością).

88 G. Spindler [w:] *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, t. 2, red. W. Goette, M. Habersack, München 2023, § 76, nb 83.

89 Por. opracowania w ramach *Part 8 – United Kingdom* [w:] *Company Laws of the EU. A Handbook*, red. A. Vicari, A. Schall, München 2021, s. 1457–1620.

172(1) Companies Act 2006, co stanowiło, podobnie jak we Francji, wyraz wyboru aksjologicznego ustawodawcy.

Powyższe dowodzi, że odmienne podejście do koncepcji interesu spółki w różnych państwach nie wynika ani z „założeń konstrukcyjnych” spółki, ani „reguł alokacji kompetencji”, lecz raczej z aksjologicznego wyboru determinowanego kulturowym i społecznym postrzeganiem roli spółek kapitałowych w gospodarce⁹⁰. Ustawodawca może wyrazić taki wybór wprost (np. Francja, Wielka Brytania). W przypadku milczenia ustawodawcy (np. Niemcy, Polska) „kierunek aksjologiczny” w zakresie rozumienia pojęcia interesu spółki podlega dookreśleniu przez wykładnię sądową i poglądy doktryny.

6. Czy zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV wynika z orzecznictwa?

Choć daleko jej do „kanonu” polskiego prawa spółek i w większości komentarzy ani podręczników się nie pojawia, należy odnotować, że zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV cieszy się poparciem uznanych przedstawicieli doktryny⁹¹. A. Opalski idzie w swoim opracowaniu o krok dalej, twierdząc, że zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV już obecnie obowiązuje w polskim prawie spółek i kształtuje wzorzec starannego piastuna spółki⁹². Tak kategoryczne stanowisko, przy braku rozstrzygnięcia tej kwestii przez ustawodawcę, może budzić wątpliwości. Należy zatem ustalić, czy te wątpliwości rozwiewa orzecznictwo sądowe.

Za „precedensowy” w kontekście potwierdzenia obowiązku w polskim prawie spółek zasady prymatu akcjonariuszy A. Opalski uznaje wyrok Sądu Najwyższego z 5.11.2009 r., I CSK 158/09⁹³. Wyrok ten spotkał się z szerokim uznaniem w doktrynie, ponieważ Sąd zajął w nim stanowisko w kluczowej dla polskiego prawa spółek debacie dotyczącej pytania, czy spółka kapitałowa jako odrębna od wspólników osoba prawna posiada własny, wyabstrahowany od interesów wspólników interes, czy też interes spółki jest z interesami wspólników funkcjonalnie powiązany⁹⁴. Wniosek o rozumieniu interesu spółki jako „wypadkowej interesów wspólników” dostarczył przede wszystkim więcej pewności prawnej w kontekście współpracy i transakcji w ramach grup kapitałowych⁹⁵. Ponadto wyrok ten, zapadły

na tle sporu między akcjonariuszem większościowym i mniejszościowym, wykluczył utożsamianie interesu spółki z interesem akcjonariusza większościowego lub mniejszościowego, formułując nakaz ważenia ich interesów w ramach ogólnej formuły interesu spółki.

Dostrzegając znaczenie analizowanego orzeczenia, należy jednocześnie wskazać, do jakich kwestii się ono nie odnosi. Przede wszystkim orzeczenie to i powstała na jego gruncie linia orzecznicza⁹⁶ nie proklamują zasady prymatu akcjonariuszy jako imperatywu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy (ani w modelu „amerykańskim”, ani w modelu ESV). Orzecznictwo nie tylko nie posługuje się tymi nazwami, lecz także nie odnosi się do istoty tych koncepcji.

Sądy cywilne nie odnoszą się do kwestii uwzględnienia w procesie decyzyjnym piastunów spółki innych kryteriów niż maksymalizacja wartości lub zagadnienia granic, w których kryteriom społeczno-środowiskowym można przypisać znaczenie. Orzecznictwo nie odnosi się wreszcie do sytuacji konfliktu wartości, gdy dążenie do maksymalizacji rentowności z danej inwestycji prowadzi do ewidentnych oraz istotnych negatywnych skutków dla otoczenia, w którym spółka funkcjonuje.

Gdyby chcieć nadać wyrokowi Sądu Najwyższego z 5.11.2009 r., I CSK 158/09 dalej idące znaczenie niż wskazane powyżej, formuła „wypadkowej interesu akcjonariuszy” w swej prostocie bardziej przypominałaby zasadę prymatu akcjonariuszy w „amerykańskim” ujęciu, niż w modelu ESV.

Z powyższych względów należy sądzić, że wypowiedzi polskiej judykatury nie dają obecnie satysfakcjonującej ani jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o wpływ czynników zrównoważonego rozwoju na wykładnię interesu spółki. Podobnie, orzecznictwo sądów cywilnych nie potwierdza tezy o obowiązywaniu w Polsce zasady prymatu akcjonariuszy w modelu ESV.

W związku z tym warto skierować uwagę na orzecznictwo sądów karnych, w szczególności w kontekście przestępstw nadużycia zaufania przez osoby pełniące funkcje w organach spółek, określonych w art. 296 Kodeksu karnego⁹⁷. Jednym z elementów wyznaczających stronę przedmiotową czynu w świetle art. 296 k.k. jest treść czynności sprawczej w postaci „nadużycia uprawnień” lub „niedopełnienia obowiązków” przez piastuna. Zgodnie z **zasadą subsydiarności prawa karnego** nie reguluje ono stosunków społecznych, ale penalizuje najbardziej szkodliwe zachowania, które naruszają standardy i reguły postępowania sformułowania na podstawie przepisów prawa właściwych dla danych relacji społeczno-gospodarczych⁹⁸.

90 W podobnym tonie wypowiada się A. Opalski, pisząc, że ukształtowanie wyniku wykładni kategorii interesu spółki, jak też cały ład korporacyjny jest „złożonym «produktem» kulturowym i społecznym, na który w ograniczonym stopniu mogą wpłynąć reguły prawne” – zob. A. Opalski, *For Whom...*, s. 16.

91 A. Opalski, *For Whom...*, s. 10; por. także K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 147–181; A. Opalski, *Prawo grupowania spółek*, Warszawa 2012, s. 145–196; K. Chalacz-Kiewicz-Ladna, T. Sójka, J. Jerzmanowski, *To Whom Polish Directors Owe Their Duties – Between Shareholder Primacy and Political Agenda*, *European Business Law Review* 2023/4, s. 693.

92 A. Opalski, *For Whom...*, s. 14.

93 LEX nr 551846. Zob. A. Opalski, *For Whom...*, s. 10.

94 Por. omówienie tego orzeczenia przez R. Stefanicki, *Należyta...*, s. 31–35.

95 Por. K. Oplustil, *Wpływ badań komparatystycznych na rozwój polskiego prawa spółek – na przykładzie projektowanej reformy struktury majątkowej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz prawa holdingowego* [w:] *Prawo obce w doktrynie prawa polskiego*, red. A. Wudarski, Warszawa 2016, s. 113, który stwierdza, że „rozwiązania dogmatycznego i praktycznego konfliktu między potrzebą wykonywania

władztwa koncernowego spółki dominującej w grupie spółek i koniecznością ochrony legitymowanych interesów spółek zależnych i jej interesariuszy poszukuje się w odpowiedniej interpretacji pojęcia interesu spółki”. Por. także M. Romanowski, *Znaczenie sporu o metodę odczytywania pojęcia „interes spółki kapitałowej”*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2015/7, s. 8, który wskazuje, że w polskiej doktrynie zainteresowanie problematyką wykładni kategorii interesu spółki pojawiło się wraz z postulatami regulacji funkcjonowania grup kapitałowych.

96 Wyrok SN z 3.06.2015 r., V CSK 592/14, OSNC 2016/5, poz. 65; wyrok SN z 22.10.2015 r., IV CSK 738/14, OSNC 2016/10, poz. 120; wyrok SA w Poznaniu z 2.10.2019 r., I AGa 364/18, LEX nr 2784565; wyrok SA w Białymstoku z 20.09.2019 r., I AGa 5/19, LEX nr 2753773; wyrok SA w Warszawie z 4.12.2013 r., VI ACa 290/13, LEX nr 1428275.

97 Ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks karny (Dz.U. z 2025 r. poz. 383 ze zm.) – dalej k.k.

98 Na temat znaczenia zasady subsydiarności prawa karnego zob. W. Wróbel, A. Zoll, *Polskie prawo karne. Część ogólna*, Kraków 2010, s. 25; A. Mucha, *Struktura przestępstwa*

W doktrynie prawa karnego trafnie wskazuje się więc, że art. 296 k.k. ma charakter tzw. blankietowy, co oznacza, że jego treść wymaga uzupełnienia normami spoza prawa karnego⁹⁹. Celowe jest zatem, by przy ustalaniu standardu oceny czynności sprawczej piastuna sięgać do przepisów, orzecznictwa oraz doktryny prawa spółek.

Jak jednak pokazuje analiza orzecznictwa sądów karnych oraz stanowiska doktryny, w rzeczywistości **dominuje „autonomiczna” interpretacja należytego zachowania piastuna w postaci wzorca „dobrego gospodarza”**. Ten wzorzec został ukształtowany przez Sąd Najwyższy w wyroku z 2.04.2004 r., IV KK 25/04¹⁰⁰. W orzeczeniu tym przyjęto, że przekracza swoje uprawnienia „ten, kto formalnie działając w ramach nadanych mu kompetencji działa faktycznie sprzecznie z racjonalnie rozumianymi zadaniami, do których został powołany lub bez dostatecznego usprawiedliwienia, wyrządzając przez to szkodę swemu mandantowi”. Na tle rozwijającej się linii orzeczniczej¹⁰¹ i dominującego poparcia doktryny¹⁰² standard oceny zachowania piastuna na gruncie art. 296 k.k. zasadniczo oderwał się systemowo od doktryny prawa spółek oraz orzecznictwa sądów cywilnych dotyczącego interesu spółki.

W świetle powyższych rozważań brak jest podstaw do przyjęcia, że wzorzec należytej staranności wynikający z zasady prymatu akcjonariuszy w modelu ESV odpowiada wzorcowi „dobrego gospodarza” w rozumieniu prawa karnego. Aktualne orzecznictwo sądów karnych nie dostarcza jednoznacznych odpowiedzi na pytanie, czy – a jeżeli tak, to w jakim zakresie – dopuszczalne jest uwzględnianie przez piastunów czynników środowiskowych i społecznych w ramach podejmowanych przez nich decyzji.

7. Czy model CS rodzi wysokie ryzyko obniżenia efektywności spółek oraz zwiększa ryzyko niełojalnych zachowań piastunów?

W swoim opracowaniu A. Opalski formułuje tezę, że wdrożenie modelu CS wiąże się z wysokim ryzykiem

„obniżenia efektywności spółek” oraz „podejmowania przez zarządzających niełojalnych działań”, które mogłyby szkodzić zarówno akcjonariuszom, jak i interesariuszom¹⁰³.

Formułując tezy o obniżeniu efektywności spółek, A. Opalski nie powołuje się na wyniki badań empirycznych. W ocenie autorki obecny stan badań empirycznych nad skutkami przyjęcia modelu ładu korporacyjnego uwzględniającego dobro interesariuszy nie uzasadnia formułowania tak daleko idących wniosków. Wręcz przeciwnie – dostępne są badania wskazujące na odmienne zależności. Między innymi wykazano, że spółki funkcjonujące w ramach modelu ładu korporacyjnego uwzględniającego dobro interesariuszy osiągają lepsze wyniki od swoich odpowiedników w dłuższej perspektywie¹⁰⁴.

Z kolei wzrost ryzyka niełojalnych działań piastunów w modelu CS oraz w przypadku wszelkich podobnych koncepcji zakładających „dowartościowanie interesariuszy”¹⁰⁵ wynika, zdaniem A. Opalskiego, z obniżenia ryzyka odpowiedzialności członków organów spółek¹⁰⁶. Natomiast obniżenie ryzyka odpowiedzialności prawnej jest, rzekomo, skutkiem tego, że wskazane propozycje te nie oferują „czytelnego standardu postępowania, którym powinni kierować się zarządzający”¹⁰⁷ oraz rozszerzają obszar swobodnego uznania mandatariuszy spółek¹⁰⁸. Stanowisko to nawiązuje do kanonu literatury dotyczącej kosztów agencji z lat 60. i 70 XX wieku.

Pogląd ten opiera się jednak na nietrafnym założeniu, że zasada prymatu akcjonariuszy oferuje czytelny standard postępowania, którymi powinni kierować się zarządzający, oraz wyznacza klarowną podstawę ich odpowiedzialności prawnej w przypadku braku realizacji płynącej z niej dyrektyw. Atrakcyjność imperatywu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy wynika z jego zwodniczej prostoty. Rzeczywistość funkcjonowania przedsiębiorstw jest jednak zbyt złożona, aby pozornie prosty imperatyw maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy mógł stanowić czytelny standard oceny legalności działań piastunów spółki. Z tych względów, zarówno w prawie amerykańskim, jak i polskim, probierzem legalności działań piastunów spółki nie jest zasada prymatu akcjonariuszy, lecz zasada biznesowej oceny sytuacji (ang. *business judgment rule* – dalej zasada BJR)¹⁰⁹.

Trafnie przecież A. Opalski wskazuje za A.M. Lipton, że „nawet pozornie nieskomplikowana dyrektywa działania w imię maksymalizacji zysku akcjonariuszy jest zbyt złożona, by mogła być skutecznie egzekwowana na drodze

gospodarczego oraz okoliczności wykluczające bezprawność czynu w prawie karnym gospodarczym. Analiza teoretyczna i dogmatyczna, Warszawa 2013, s. 49 i n.; S. Żółtek, *Prawo karne gospodarcze w aspekcie zasady subsydiarności*, Warszawa 2009, s. 79 i n.; K. Oplustil, T. Whudyka, *O związkach między prawem karnym i prawem spółek: uwagi na marginesie cywilnej i karnej odpowiedzialności menedżerów spółek kapitałowych* [w:] *Ruśtwo prawa i prawo karne. Księga jubileuszowa Profesora Andrzeja Zolla*, t. 1, red. P. Kardas, T. Sroka, W. Wróbel, Warszawa 2012, s. 829.

99 M. Gałęski, R. Zawłocki, *Przestępstwo niegospodarności* [w:] *System Prawa Karnego*, t. 9, *Przestępstwa przeciwko mieniu i gospodarcze*, red. R. Zawłocki, Warszawa 2024, s. 499, nb 52.

100 OSNwSK 2004/1, poz. 668.

101 Wyrok SN z 23.05.2016 r., V KK 414/15, LEX nr 2062815; wyrok SA w Warszawie z 24.03.2017 r., II AKa 396/16, LEX nr 2282393; wyrok SA w Białymstoku z 11.12.2013 r., II AKa 217/13, LEX nr 1496367; wyrok SA we Wrocławiu z 9.10.2012 r., II AKa 265/12, LEX nr 1238647.

102 Tak A. Zientara, *Przestępstwo nadużycia zaufania z art. 296 kodeksu karnego*, Warszawa 2016, s. 74; M. Dąbrowska-Kardas, P. Kardas [w:] *Kodeks karny. Część szczególna*, t. 3, *Komentarz do art. 278–363*, red. W. Wróbel, A. Zoll, Warszawa 2021, art. 296, nb 59–61; O. Górniok, *Przestępstwo nadużycia zaufania zamiast karalnej niegospodarności*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1993/3, s. 4 i n.

103 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

104 Por. G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, „Journal of Sustainable Finance & Investment” 2015/4, t. 5, s. 210–233 oraz badania tam analizowane; R.G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*, National Bureau of Economic Research Working Paper 17950, <http://www.nber.org/papers/w17950> (dostęp: 20.06.2025 r.); K.V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*, „The Journal of Finance” 2017/4, t. 72, s. 1785–1824.

105 A. Opalski, *For Whom...*, s. 17.

106 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

107 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

108 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

109 Por. szerzej na tle dokonanej kodyfikacji P. Ślup, *Odpowiedzialność cywilna członków organów wobec prostej spółki akcyjnej* (cz. 1), „Przegląd Prawa Handlowego” 2023/2, s. 23–32; P. Ślup, *Odpowiedzialność cywilna członków organów wobec prostej spółki akcyjnej* (cz. 2), „Przegląd Prawa Handlowego” 2023/3, s. 22–31; J. Jankowiak, *Charakter prawny polskiego modelu zasady biznesowej oceny sytuacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2024/2, s. 55–56. Obszernie na temat istoty zasady BJR por. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 784–786, 914–919.

sądowej. Wynika to z komplikacji, które powstają przy różnieniu między błędną, lecz starannie wypracowaną strategią czy decyzją gospodarczą, chronionymi przez *business judgment rule*, a działaniem, które z założenia nie mogło doprowadzić do urzeczywistnienia interesu akcjonariuszy. Obowiązki zarządzających nie mogą być określone w sposób precyzyjny, zaś pojęcie interesu spółki zawsze pozostawia znaczny luz decyzyjny wobec «rozmytego» charakteru. Jak w sposób wyostrzony podkreślono w doktrynie amerykańskiej, jedynym realnie egzekwowalnym obowiązkiem zarządzających jest ten, by nie dokonywali korporacyjnej «grabieży», a jedyną w pełni skuteczną metodą ochrony akcjonariuszy pozostaje odwołanie zarządzających¹¹⁰. Podzielając poglądy wyrażone w przytoczonym fragmencie, warto je podsumować.

Po pierwsze, ani zasada prymatu akcjonariuszy w ujęciu amerykańskim, ani tym bardziej w modelu ESV, nie oferują wystarczająco precyzyjnej dyrektywy postępowania, aby móc na jej podstawie – z perspektywy wzorca należytej staranności – zweryfikować treść decyzji biznesowej piastuna i pociągnąć go do odpowiedzialności. W rzeczywistości z perspektywy zasad odpowiedzialności piastunów zarówno imperatyw maksymalizacji, jak i model ESV nie definiują bardziej „czytelnego standardu” niż model CS. Żadna z tych koncepcji nie dostarcza instrumentów, które pozwoliłyby sądowi na merytoryczną, a w istocie „menedżerską”, ocenę decyzji podjętej przez piastuna. Po drugie, w obecnym stanie prawnym to zasada BJR, a nie *shareholder primacy*, artykułuje kryteria oceny działań piastunów w kontekście wzorca należytej staranności i szerzej odpowiedzialności cywilnej. Dopóki piastun postępuje lojalnie wobec spółki (zgodnie z obowiązkiem lojalności nie dokonuje „korporacyjnej grabieży”¹¹¹), działa w granicach uzasadnionego ryzyka gospodarczego i przestrzega prawidłowości procesu podejmowania rozstrzygnięć, dopóty rezultat procesu decyzyjnego nie będzie mógł być uznany za wyraz naruszenia wzorca staranności piastuna¹¹². Niezależnie więc, czy dokonamy interpretacji interesu spółki według założeń modelu CS, czy zgodnie z zasadą prymatu akcjonariuszy (w tym w modelu ESV), warunki oceny prawnej przesłanek odpowiedzialności prawnej członków zarządu pozostaną te same.

Teza o rzekomo obniżonym ryzyku odpowiedzialności w ramach modelu CS nie znajduje potwierdzenia także w kontekście odpowiedzialności dyscyplinarnej piastunów. Jak wskazuje A. Opalski, w realiach skoncentrowanych stosunków właścicielskich uzyskanie przez piastunów „autonomicznej pozycji” i tak jest zasadniczo niemożliwe¹¹³. Jeżeli akcjonariuszowi strategicznemu nie odpowiada sposób podejmowania decyzji biznesowych

przez piastuna spółki, może on po prostu doprowadzić do jego odwołania bez względu na to, jaki teoretyczny model wzorca postępowania uznamy za obowiązujący. Niezależnie czy obowiązuje zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV, model CS, czy inny standard, egzekwowanie go przez akcjonariuszy w praktyce nie odbywa się na drodze sądowej, lecz poprzez realizację prawa do powoływania i odwoływania piastunów¹¹⁴. W modelu CS nie ogranicza się możliwości skorzystania przez akcjonariuszy z tego fundamentalnego instrumentu kontroli.

Warto również pamiętać, że dominujące przywiązanie do zasady prymatu akcjonariuszy nie zapobiegło licznym skandalom korporacyjnym na rynku amerykańskim. Podobnie, zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV, jeżeli zgodnie ze stanowiskiem A. Opalskiego rzekomo obowiązuje w polskim prawie, nie zapobiegła naruszeniom obowiązku lojalności przez menedżerów spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, o których szeroko donoszą media. Menedżerom, którzy zamierzają wykorzystać majątek spółki do realizacji swoich interesów lub interesów osób ze sobą powiązanych, nigdy nie zabraknie wygodnych pretekstów do podejmowania takich działań, niezależnie od przyjętej interpretacji klauzuli generalnej interesu spółki.

8. Czy na tle wyzwań zrównoważonego rozwoju potrzebne są zmiany w polskim prawie spółek?

Potrzeba działań reformatorskich, które miałyby w polskim prawie spółek uwzględnić wyzwania zrównoważonego rozwoju, została przez A. Opalskiego odrzucona¹¹⁵. Tak kategoryczny wniosek *de lege ferenda* budzi zastrzeżenia.

Choć A. Opalski przyjmuje, że zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV jest rozwiązaniem optymalnym, nie uważa, że ustawowe przesądzenie o dopuszczalności uwzględniania czynników środowiskowo-społecznych przez piastunów byłoby pożądane. Mimo więc zaczerpnięcia samej koncepcji z ustawodawstwa brytyjskiego, autor nie dostrzega potrzeby zmian legislacyjnych. W konsekwencji pomija w swojej analizie zarówno argumenty, które w debacie brytyjskiej przesądziły o interwencji ustawodawcy, jak i dyskusję dotyczącą oceny wprowadzonych rozwiązań¹¹⁶.

114 Por. A.M. Lipton, *Will the Real Shareholder Primacy Please Stand Up?*, „Harvard Law Review” 2024/6, t. 137, s. 1588–1591.

115 A. Opalski, *For Whom...*, s. 14. Jedyną interwencją, której autor nie wyklucza, to „powołanie do życia w prawie polskim figury «spółki społecznie użytecznej»” (s. 15).

116 Por. w szczególności Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework*, sekcja 5.1.40; I. Esser, I. MacNeil, *ESG Regulation, CSR, and Corporate Purpose. A UK Perspective*, [w:] *Corporate Purpose, CSR and ESG*, red. J.H. Binder, K.J. Hopt, T. Kunz, Oxford 2024, s. 141–159; A. Keay, H. Zhang, *An Analysis of Enlightened Shareholder Value in Light of Ex Post Opportunism and Incomplete Law*, „European Company Financial Law Review” 2011/4, t. 8, s. 445–475; A. Johnston, *After the OFR: Can UK Shareholder Value Still Be Enlightened?*, „European Business Organization Law Review” 2006/4, t. 7, s. 817–843.

110 A. Opalski, *For Whom...*, s. 14.

111 Szerzej o obowiązku lojalności w doktrynie polskiej por. R. Stefanicki, *Należyta...*, s. 81–114; A. Opalski, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2008/2, s. 471 i n.; D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009.

112 A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej* (cz. 2), „Przegląd Prawa Handlowego” 2019/12, s. 10; por. także szerzej w zakresie wzorca staranności w doktrynie polskiej por. R. Stefanicki, *Należyta...*, s. 172–230.

113 A. Opalski, *For Whom...*, s. 10.



Kierunki zmian prawnych określone poniżej przez autorkę wynikają z fundamentalnego założenia, że spółka kapitałowa jest nie tylko instytucją prawną, lecz także instytucją społeczną. Stanowi ona jeden z kluczowych elementów niezbędnych do efektywnego funkcjonowania gospodarki rynkowej. Umożliwia skuteczną akumulację kapitału, przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka inwestorów do wysokości powierzonego wkładu. Owa „zasłona korporacyjna” pełni rolę nieodzownego instrumentu zarządzania ryzykiem, jednakże może również sprzyjać nadużyciom oraz eksternalizacji kosztów. Tak jak ze społecznego punktu widzenia ostatecznym celem gospodarki rynkowej jest budowanie dobrobytu społecznego poprzez działanie mechanizmu rynkowego, tak celem spółki kapitałowej jest ułatwienie uczestnikom rynku budowania wartości. **W tym sensie spółka kapitałowa jest instytucją społecznie użyteczną.** Ramy prawne spółki kapitałowej nie powinny zatem skłaniać do podejmowania działań społecznie niepożądanych ani tym bardziej ich nakazywać – nawet w imię maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Problem ten trafnie rozpoznaje i adresuje model CS. Jak zostało wskazane w pkt 3 powyżej, zasada prymatu akcjonariuszy, mimo braku bezpośredniego odzwierciedlenia w prawie spółek w większości jurysdykcji, powszechnie funkcjonuje jako norma społeczna. Model CS krytykuje wzorzec postępowania piastunów oparty na imperatywie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, zastępując go modelem uwzględniającym postulaty zrównoważonego rozwoju. Trzy kluczowe założenia stanowiące fundament modelu CS powinny docelowo stanowić podstawę modelu zrównoważonego ładu korporacyjnego obowiązującego w państwach Unii Europejskiej. W modelu CS, w przeciwieństwie do zasady prymatu akcjonariuszy (w tym w wariancie ESV), menedżer może podjąć decyzje, które przy zachowaniu zyskowności przedsiębiorstwa i rentowności danej inwestycji mogłyby ograniczać istotny negatywny wpływ działalności spółki (czy też tej inwestycji) na otoczenie, kosztem maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Z uwagi na brak konsensusu politycznego co do wdrożenia kluczowych elementów modelu CS na gruncie CSDDD¹¹⁷, model ten pozostaje na poziomie regulacji UE jednak nadal w fazie koncepcyjnej i wymaga dalszych prac oraz pogłębionych analiz.

Nie czekając na wypracowanie ostatecznej koncepcji modelu CS na poziomie unijnym, autorka dostrzega również potrzebę pilnego wprowadzenia zmian ustawowych, które mogłyby ułatwić i wesprzeć realizację postulatów zrównoważonego rozwoju w decyzjach podejmowanych przez piastunów spółek w Polsce. Kluczowe znaczenie w tym zakresie ma zwiększenie poziomu bezpieczeństwa prawnego takich procesów decyzyjnych.

Jak zauważa także A. Opalski, cele zrównoważonego rozwoju już obecnie w istotnym stopniu wpływają na procesy decyzyjne piastunów, wykraczając poza ramy obowiązków wynikających z przepisów innych gałęzi prawa¹¹⁸. Wiele spółek podejmuje dobrowolne działania i zobowiązania, które kształtują ich strategię korporacyjną.

Jak wskazano w pkt 7 powyżej, z perspektywy ryzyka cywilnoprawnej odpowiedzialności obowiązująca w Polsce zasada BJR powinna co do zasady zapewniać wystarczającą „bezpieczną przystań” dla uwzględniania czynników środowiskowych i społecznych w procesach piastunów. Wniosek ten zakłada jednak prawidłowe stosowanie tej zasady przez sądy. Tymczasem zważywszy, że postulat zwolnienia piastunów z odpowiedzialności za starannie podjęte decyzje znalazł dotychczas „tylko śladowe odzwierciedlenie”¹¹⁹ w krajowym orzecznictwie, **pełnego zrozumienia i akceptacji funkcji zasady BJR przez sądy nie można na chwilę obecną przyjąć za pewnik.**

Wobec braku jednoznacznych rozstrzygnięć w przepisach prawa oraz orzecznictwie co do dopuszczalności uwzględniania czynników środowiskowo-społecznych, powstaje pytanie, czy istnieje ryzyko, że sąd dokona oceny procesu decyzyjnego piastuna według najprostszego poznawczo imperatywu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a w rezultacie zakwestionuje dopuszczalność ograniczenia maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy (rozumianej np. jako zyskowność spółki lub rentowność danego przedsięwzięcia) w celu ograniczenia negatywnych skutków dla otoczenia społecznego, środowiska naturalnego lub zmian klimatu. Autorka dostrzega takie ryzyko.

Tę niepewność wzmaga także sam A. Opalski, który choć potwierdza funkcję BJR w zakresie zapewnienia koniecznej swobody decyzji menedżerskich¹²⁰, to jednocześnie sugeruje, że w wyniku „czytelnego standardu” oferowanego przez zasadę prymatu akcjonariuszy ryzyko odpowiedzialności piastunów jest większe, niż w krytykowanym modelu CS¹²¹. Nie wyłania się z tego klarowne stanowisko, czy w przypadku konkretnych decyzji menedżerskich, które prowadzą do ograniczenia rentowności przedsięwzięcia w celu ograniczenia negatywnych skutków dla otoczenia społecznego, środowiska naturalnego i zmian klimatu, merytoryczna ocena takich decyzji przez sąd cywilny jest w ogóle dopuszczalna.

Jeśli chodzi o ocenę działania piastunów z perspektywy przepisów prawa karnego, to stopień pewności prawnej jest jeszcze niższy. Jak zostało wykazane powyżej, sądy karne zasadniczo nie odwołują się do dorobku orzecznictwa sądów cywilnych czy doktryny prawa handlowego w zakresie interpretacji pojęć „uprawnienie” i „obowiązek” na gruncie art. 296 k.k. Dopiero czas pokaże, czy skodyfikowana niedawno zasada BJR znajdzie wyraźne odzwierciedlenie w orzecznictwie sądów karnych. W obecnym stanie prawnym, w którym brak jest wyraźnej regulacji ustawowej w ramach prawa spółek przesądzającej o dopuszczalności uwzględnienia czynników środowiskowych i społecznych w procesach decyzyjnych, **piastun spółki nie może zakładać, że sąd karny sięgnie po poglądy doktryny, które opowiadają się za obowiązywaniem modelu ESV, lub właściwie zastosuje zasadę BJR.**

Praktyczny wymiar powyższego dylematu szczególnie dobrze obrazuje przykład spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, szczególnie tych silnie zaangażowanych w transformację energetyczną. W tych spółkach cykl

117 Por. szerzej K. Oplustil, A.-M. Weber, *Należyta staranność przedsiębiorstw jako element zrównoważonego ładu korporacyjnego – dyrektywa CS3D i jej wpływ na obowiązki i odpowiedzialność przedsiębiorstw*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2024/11, s. 10 i literatura tam powołana.

118 A. Opalski, *For Whom...*, s. 10, 14, 16.

119 A. Opalski, *Prosta...*, s. 10.

120 A. Opalski, *For Whom...*, s. 17.

121 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

polityczny dyktuje nie tylko wymianę kadry zarządzającej, lecz także wiąże się często z wszczynaniem postępowań karnych i cywilnych wobec poprzedników. W sytuacji braku jednoznacznego wyartykułowania w prawie spółek dopuszczalności uwzględniania przez piastunów czynników zrównoważonego rozwoju istnieje realne ryzyko, że sądy będą rozstrzygały według standardu, który zakłada maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Choć powyższa argumentacja najdobitniej wybrzmiewa w odniesieniu do spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, analogiczne ryzyka występują również w przypadku każdej zmiany kontroli w typowych dla Polski skoncentrowanych strukturach właścicielskich.

Wydaje się, że powyższy problem mógłby zostać do pewnego stopnia rozwiązany przez dodanie § 4 do art. 483 k.s.h. o następującej treści: „Informacje, analizy i opinie, o których mowa w § 3, obejmują także wpływ podejmowanych działań na otoczenie społeczne, środowisko naturalne i zmiany klimatu”.

Propozycja autorki sprowadza się do wyraźnego wyartykułowania w ramach konstrukcyjnych zasad BJR, że piastunowie spółki powinni brać pod uwagę w procesach decyzyjnych czynniki środowisko-społeczne. Tym samym przesądza się również, że działania podejmowane przy rozważeniu tych czynników stanowią rezultat dochowania należytej staranności przez piastunów spółki i mogą mieścić się w granicach uzasadnionego ryzyka gospodarczego.

Proponowana zmiana ustawowa ma na celu stworzenie stabilnego i jednoznacznego otoczenia prawnego, umożliwiającego piastunom uwzględnianie w procesach decyzyjnych czynników środowiskowych i społecznych, w tym podejmowanie decyzji strategicznych warunkujących adaptację i innowacyjność – działań, które w obliczu narastających wyzwań środowiskowych i społecznych staną się systemowo niezbędne dla utrzymania konkurencyjności polskich przedsiębiorstw¹²². W przedstawionej propozycji funkcja zmian ustawowych nie polega zatem na rozszerzeniu zakresu odpowiedzialności piastunów, lecz na budowie ram prawnych, które wspierają i legitymizują działania ukierunkowane na realizację celów zrównoważonego rozwoju.

Choć merytoryczna treść podjętej przez piastunów decyzji (rezultat decyzji) pozostaje – z uwagi na istotę funkcji zasady BJR – poza zakresem kontroli sądów cywilnych, proponowane rozwiązanie dookreśliłoby proceduralne ramy wzorca „starannej oceny” piastuna. Co istotne, postulowana zmiana ustawowa przeciwdziałałaby całkowitemu pomijaniu problematyki zrównoważonego rozwoju w procesie podejmowania przez piastunów decyzji. Wyraźnie przesądza się bowiem, że ten proces nie może być uznany za spełniający kryterium „starannej oceny”, jeżeli nie towarzyszyła mu refleksja nad wpływem podejmowanej decyzji na otoczenie społeczne, środowisko naturalne i zmiany klimatu. Efektem postulowanego rozwiązania byłoby zatem także wzmocnienie presji na profesjonalizację analiz dotyczących problematyki zrównoważonego rozwoju, które towarzyszą procesom decyzyjnym piastunów spółki.

122 B. Sjöfjell, *Realising...*, s. 704.

9. Czy postulat zrównoważonego rozwoju wpływa na treść zasad współzycia społecznego?

A. Opalski obszernie odnosi się do opracowań autorki, w których rozwijane jest stanowisko o wpływie postulatów zrównoważonego rozwoju na treść zasad współzycia społecznego (dobrych obyczajów)¹²³. Zdaniem A. Opalskiego postulatów tych nie można uznać za źródło konstruowania treści tej klauzuli generalnej¹²⁴. Autor wskazuje, że z uwagi na zróżnicowanie celów zrównoważonego rozwoju „nie sposób ustalić jednolitego standardu postępowania, który można byłoby uznać za źródło konstruowania zasad współzycia społecznego”¹²⁵. Jego zdaniem postulaty zrównoważonego rozwoju wyrażają jedynie „preferencje” i nie zawierają w sobie imperatywu określonego działania bądź zaniechania¹²⁶. A. Opalski kwestionuje zatem możliwość uznania postulatów zrównoważonego rozwoju „jako takiego” za normę, do której odsyłają zasady współzycia społecznego.

W tym miejscu konieczne jest doprecyzowanie stanowiska autorki. Wbrew sugestii A. Opalskiego, koncepcja autorki nie zakłada traktowania „działań reformatorskich” ani „agendy politycznej” *per se* jako źródeł norm pozaprawnych, do których odsyłają zasady współzycia społecznego. Autorka nie uznaje postulatów zrównoważonego rozwoju za samodzielny element treści zasad współzycia społecznego, lecz podnosi, że postulaty zrównoważonego rozwoju mogą współkształtować sposób wykładni pojęcia zasad współzycia społecznego¹²⁷. Tym samym autorka uważa, że na tle postulatów zrównoważonego rozwoju mogą kształtować się w społeczeństwie postawy i wartości, które spełnią kryteria uznania za element treści zasad współzycia społecznego. Różnica ta ma charakter zasadniczy.

Autorka w pełni aprobuje cytowane przez A. Opalskiego poglądy wskazujące, że w kategorii zasad współzycia społecznego mieszczą się tylko takie reguły, którym można przypisać charakter imperatywny, a więc nakazy postępowania aprobowanego lub zakazu postępowania dezaprobowanego¹²⁸. Postulaty zrównoważonego rozwoju same w sobie nie stanowią pozaprawnej normy o takim charakterze. Autorka nie twierdzi zatem, że postulaty zrównoważonego rozwoju „jako takie” mogłyby samistnie i bezpośrednio stanowić substrat treści zasad współzycia społecznego. Autorka nie postuluje, by postulaty

123 Teza autorki została najobszerniej rozwinięta w: A.-M. Weber, *Sustainability vs. Corporate Purpose: Will transforming values shift the paradigm?*, „Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations” 2020/2, s. 53–84; w literaturze polskojęzycznej por. A.-M. Weber-Elżanowska, *Postulat zrównoważonego wzrostu gospodarczego jako wyzwanie dla polskiego prawa handlowego* [w:] *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie*, red. M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka, t. 1, Warszawa 2020, s. 226–228, oraz A.-M. Weber, Z. Mazur, A. Szczesna, *Zrównoważony ład korporacyjny (sustainable corporate governance) – kierunek ewolucji polskiego prawa spółek?*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2022/6, s. 24.

124 A. Opalski, *For Whom...*, s. 12–13.

125 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

126 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

127 A.-M. Weber-Elżanowska, *Postulat...*, s. 228.

128 Por. A. Opalski, *For Whom...*, s. 12, który cytuję: P. Machnikowski [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Warszawa 2023, art. 5, nb 3.

zrównoważonego rozwoju ukryte pod płaszczem zasad współzycia społecznego stały się instrumentem powszechnej, systemowej kontroli działalności spółek.

Stanowisko autorki sprowadza się do tezy, że na tle postulatów zrównoważonego rozwoju mogą wykształcić się w społeczeństwie pozaprawne normy o charakterze imperatywnym, które sąd może uznać za konstytuujące treść zasad współzycia społecznego. Skoro przyjmuje się, że zasady współzycia społecznego odwołują się do powszechnie uznawanych postaw i wartości w kulturze naszego społeczeństwa¹²⁹, wydaje się uzasadnione przyjęcie, że takie postawy i wartości mogą się ukształtować na tle współczesnych kryzysów środowiskowo-społecznych i wyrastających z nich postulatów zrównoważonego rozwoju. Jeżeli te postawy i wartości ugruntuja się na tyle, że będą wyrazem „dominujących w społeczeństwie norm moralnych”, staną się elementem kanonu zasad współzycia społecznego¹³⁰.

Ujęcie to koresponduje ze spójnie wyrażanym w literaturze europejskiej i polskiej poglądem, że **znaczenie przypisywane zasadom współzycia społecznego nie jest statyczne, lecz podlega ciągłej ewolucji**¹³¹. Dlatego zasady współzycia społecznego mogą realizować funkcję adaptacyjną, która pozwala na ewolucję prawa prywatnego, bez konieczności działań rewolucyjnych¹³². Duża dynamika zmian cywilizacyjnych, które przejawiają się w zmianach wartości i postaw społecznych, zwiększa znaczenie funkcji zasad współzycia społecznego w prawie prywatnym¹³³. A. Stelmachowski wskazał, że każde pokolenie „dorzuca” do debaty o stosunku prawa do norm moralnych „myśli odpowiadające duchowi danej epoki”¹³⁴. Jak z kolei trafnie przewidywał M. Safjan, ten dylemat szczególnie w kontekście ochrony środowiska naturalnego jest obszarem, w którym stosowanie klauzul generalnych takich jak zasada współzycia społecznego będzie się przejawiać¹³⁵.

W świetle powyższych uwag nie sposób zgodzić się z zarzutem, że postulaty zrównoważonego rozwoju stałyby się „probieżem legalności czynności podejmowanych przez spółki i legalności działań ich piastunów”¹³⁶ ani też z tezą, że wzrost poziomu niepewności prawnej byłby „niemożliwy do przyjęcia”¹³⁷. Skoro wpływ postulatów zrównoważonego rozwoju na zasady współzycia społecznego musi się najpierw „zmaterializować” w dominującej w społeczeństwie normie pozaprawnej i w ten sposób uzyskać charakter imperatywny, spektrum przypadków korygującej funkcji zasad współzycia społecznego zostaje zawężone do najbardziej jaskrawych sprzeczności z wartościami,

które składają się na postulaty zrównoważonego rozwoju. Jednocześnie proces konkretyzacji zasad współzycia społecznego w procesie stosowania prawa ze swojej istoty zawsze jest „obarczony” brakiem jednoznacznie zobiektywizowanego standardu oceny i tym samym sędziowska ocena będzie odgrywać kluczową rolę¹³⁸.

10. Wnioski

Celem niniejszego opracowania było zakwestionowanie tezy wyłaniającej się z artykułu A. Opalskiego, zgodnie z którą kwestia wpływu postulatów zrównoważonego rozwoju na polskie prawo spółek została już definitywnie rozstrzygnięta, oraz zaproponowanie kierunków zmian ustawowych. Z przeprowadzonej analizy wyłaniają się dwa kluczowe wnioski.

Po pierwsze, zasada prymatu akcjonariuszy w modelu ESV, na której obowiązywanie w prawie polskim wskazuje A. Opalski, nie znajduje obecnie klarownego potwierdzenia ani w ustawowej konstrukcji ustroju spółki handlowej, ani w orzecznictwie, ani też w tradycji polskiego ładu korporacyjnego. W konsekwencji stan prawny w Polsce nie rozstrzyga jednoznacznie o dopuszczalności uwzględniania czynników środowiskowych i społecznych w decyzjach piastunów. Prowadzi to do powstania niepewności prawnej w zakresie dobrowolnego rozważania tych czynników w zakresie wykraczającym ponad obowiązki bezpośrednio wynikające z przepisów ustawowych.

Po drugie, istnieje potrzeba budowy takich ram polskiego prawa spółek, które wspierają i legitymizują działania ukierunkowane na realizację celów zrównoważonego rozwoju. Autorka postuluje inkorporowanie problematyki zrównoważonego rozwoju do ram proceduralnych „starannej oceny” dokonywanej przez piastunów, które – w myśl zasady BJR – wyznaczają tzw. bezpieczną przystań. Z jednej strony rozwiązanie to przyczyniłoby się do stworzenia stabilnego i jednoznacznego otoczenia prawnego, umożliwiającego piastunom podejmowanie decyzji z uwzględnieniem czynników społecznych i środowiskowych. Z drugiej strony proceduralny obowiązek ich uwzględnienia ugruntowałby problematykę zrównoważonego rozwoju jako nieodzowny element procesu decyzyjnego, którego należyte przeprowadzenie warunkowałoby możliwość skorzystania z ochrony przewidzianej przez zasadę BJR.

Wyrażone w niniejszym opracowaniu stanowisko wynika z postrzegania prawa spółek jako zjawiska dynamicznego, podlegającego przemianom wynikającym z upływu czasu oraz zmieniających się procesów społecznych. Analogiczną dynamiką cechuje się wykładnia klauzul generalnych, w tym interpretacja kategorii interesu spółki. Dlatego „niekończący się spór” o interpretację kategorii interesu spółki należy uznać za bardzo potrzebny.

Współczesna refleksja nad prawem spółek powinna uwzględniać interdyscyplinarną wiedzę o źródłach

129 Por. Z. Radwański, R. Trzaskowski, *Treść czynności prawnej* [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne – część ogólna*, red. Z. Radwański, A. Olejniczk, Warszawa 2019, s. 318, nb 30; zob. także wyrok SN z 28.11.2001, IV KKN 1756/00, LEX nr 80259; uchwała SN z 20.12.2012 r., III CZP 84/12, OSP 2014/7–8, poz. 73, s. 982.

130 Zob. uchwała SN z 11.01.2018 r., III CZP 93/17, OSNC 2018/10, poz. 98, s. 44.

131 R. Zimmermann, *The Law of Obligations. Roman Foundations of the Civilian Tradition*, Oxford 1996, s. 697–714; Z. Radwański, R. Trzaskowski, *Treść...*, s. 318, nb 31; M. Safjan, *Klauzule generalne w prawie cywilnym (przyczynek do dyskusji)*, „Państwo i Prawo” 1990/11, s. 51; A. Doliwa, *Funkcje zasad współzycia społecznego w prawie cywilnym*, Warszawa 2021, s. 51–53.

132 M. Safjan, *Klauzule...*, s. 51.

133 M. Safjan, *Klauzule...*, s. 52.

134 A. Stelmachowski, *Zarys teorii prawa cywilnego*, Warszawa 1998, s. 63.

135 M. Safjan, *Klauzule...*, s. 53.

136 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

137 A. Opalski, *For Whom...*, s. 13.

138 M. Safjan, *Klauzule...*, s. 55.

i skutkach kryzysów środowiskowych i społecznych, rozwijaną w ramach innych dyscyplin niż prawo. Specyfika nauk prawnych polega na tym, że nie istnieje jeden, z góry ustalony schemat poznawczy, który prowadzi do rozwiązania każdego problemu badawczego¹³⁹. Nawet jeśli przyjąć, że obok metody formalno-dogmatycznej ekonomiczna analiza prawa, oparta na teorii agencji, pozostaje – zwłaszcza w polskiej doktrynie prawa spółek – podejściem dominującym, to kontekst konkretnego przedmiotowego zagadnienia badawczego przemawia za koniecznością sięgnięcia po szerszy wachlarz metod badawczych¹⁴⁰. W dalszych badaniach zasadne wydaje się zatem pogłębienie analiz, które traktują zrównoważony rozwój nie jako jedynie narracyjne tło, lecz jako integralny komponent metodologii badań nad prawem spółek¹⁴¹.

Autorka wyraża nadzieję, że zaangażowanie tak zasłużonej dla polskiego prawa spółek postaci jak A. Opalski w debatę na temat zrównoważonego ładu korporacyjnego stanie się impulsem do pilnego dalszego rozwoju tego obszaru badawczego na gruncie krajowym.

Abstract

dr Anne-Marie Weber, LL.M.

University of Warsaw, Faculty of Law and Administration,
Warsaw, Poland

(ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7164-7571>)

The Company's Interest and Sustainability Objectives – A Polemic

Keywords: sustainable corporate governance, sustainability, company's interest, business judgement rule, principles of social coexistence

The question of how sustainable development goals influence corporate governance has emerged as a central theme in the global discourse on company law. In this context, the relative absence of engagement with this issue in recent Polish legal scholarship is striking. It is therefore all the more worthwhile to turn to the article by A. Opalski, published in 'Przegląd Prawa Handlowego' 2025/4 (For Whom Corporate Managers Are Trustees, Or the Never-ending Dispute About Interpretation of the Category of Company Interest), in which the author examines the impact of sustainability-related demands on the corporate governance of Polish companies. Opalski appears to suggest that the epochal question – 'for whom corporate managers are trustees' – has already been conclusively and unequivocally resolved under Polish company law. The author of this polemic believes that such a position is open to debate.

* This article is a result of implementation of research tasks in the project 'The Role of Sustainable Corporate Governance for EU Climate Policy', funded by the Polish National Science Centre (project No. 2022/45/B/HS5/00659).

Bibliografia/References

- Allerhand M., *Kodeks handlowy. Komentarz*, Lwów 1935.
- Banasiński C., *Konstytucyjne podstawy ustroju gospodarczego*, [w:] *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjno-prawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, Warszawa 2007.
- Barankiewicz T., *Metody myślenia, badania prawa i systematyzacji wiedzy w naukach prawnych* [w:] *Metodologia dysertacji doktorskiej dla prawników. Teoria i praktyka*, red. H. Izdebski, A. Łazarska, Warszawa 2022.
- Bebchuk L.A., Kastiel K., Tallarita R., European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 643/2022.
- Berle A.A., *For Whom Are Corporate Managers Trustees: A Note*, „Harvard Law Review” 1932/8, t. 45.
- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1933.
- Berle Jr. A.A., *Corporate Powers as Powers in Trust*, „Harvard Law Review” 1931/7, t. 44.
- Berle Jr. A.A., *Modern Functions of the Corporate System*, „Columbia Law Review” 1962/62.
- Berle Jr. A.A., *Participating Preferred Stock*, „Columbia Law Review” 1926, t. 26.
- Bilewska K., *Dochodzenie roszczeń spółki kapitałowej przez jej współników (actio pro socio)*, Warszawa 2008.
- Bratton W.W., Wachter M.L., *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation*, „Journal of Corporation Law” 2008/1, t. 34.
- Bruner C.M., *Corporate Governance in the Common-Law World: The Political Foundations of Shareholder Power*, Cambridge 2013.
- Bryłowski P., Kidyba A., *Kategoria interesu w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005/1.
- Chałaczekiewicz-Ładna K., Sójka T., Jerzmanowski J., *To Whom Polish Directors Owe Their Duties – Between Shareholder Primacy and Political Agenda*, „European Business Law Review” 2023/4.
- Dąbrowska-Kardas M., Kardas P. [w:] *Kodeks karny. Część szczególna*, t. 3, *Komentarz do art. 278–363*, red. W. Wróbel, A. Zoll, Warszawa 2021.
- Dodd Jr. E.M., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, „Harvard Law Review” 1932/7, t. 45.
- Doliwa A., *Funkcje zasad współzycia społecznego w prawie cywilnym*, Warszawa 2021.
- Dziurzyński T. [w:] *Kodeks handlowy. Komentarz*, red. T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, Łódź 1992.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge 1991.
- Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G., *The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*, National Bureau of Economic Research Working Paper 17950, <http://www.nber.org/papers/w17950> (dostęp: 20.06.2025 r.).
- Esser I., MacNeil I., *ESG Regulation, CSR, and Corporate Purpose. A UK Perspective*, [w:] *Corporate Purpose, CSR and ESG*, red. J.H. Binder, K.J. Hopt, T. Kunz, Oxford 2024.
- Fischel D., *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, „Texas Law Review” 1978/1, t. 57.
- Fleischer H., *Auf dem Weg zu einem Klimagesellschaftsrecht?*, „Der Betrieb” 2024/39.

139 T. Barankiewicz, *Metody myślenia, badania prawa i systematyzacji wiedzy w naukach prawnych* [w:] *Metodologia dysertacji doktorskiej dla prawników. Teoria i praktyka*, red. H. Izdebski, A. Łazarska, Warszawa 2022, s. 102.

140 A.-M. Weber, *(In)corporate sustainability – what's the role to be played by corporate law academics?* [w:] *Sustainability in Public Procurement, Corporate Law and Higher Education*, red. L. Melon, London 2023, s. 370–392.

141 Szerzej por. A.-M. Weber, *(In)corporate...*, s. 370–392.



- Frackowiak J. [w:] *Kodeks handlowy. Komentarz*, red. K. Kruczałak, Warszawa 1988.
- Friede G., Busch T., Bassen A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, „Journal of Sustainable Finance & Investment” 2015/4, t. 5.
- Gałęski M., Zawłocki R., *Przestępstwo niegospodarności* [w:] *System Prawa Karnego*, t. 9, *Przestępstwa przeciwko mieniu i gospodarcze*, red. R. Zawłocki, Warszawa 2024.
- Gammage C., Stave S.E., Ahlström H., Sjöfjell B., *SMART Guidelines: Making Policy Coherence for Development Fit for Purpose*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2020/13.
- Garlicki L., Zubik M. [w:] *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, t. 1, red. L. Garlicki, M. Zubik, Warszawa 2016.
- Gębusia I., *Interes spółki w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2017.
- Górniok O., *Przestępstwo nadużycia zaufania zamiast karalnej niegospodarności*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1993/3.
- Hansmann H., Kraakman R., *The End of History for Corporate Law*, „Georgetown Law Journal” 2001/2, t. 89.
- Henderson M.T., *The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old Is New Again* [w:] *Corporate Law Stories*, red. J.M. Ramseyer, New York 2009.
- Jankowiak J., *Charakter prawny polskiego modelu zasady biznesowej oceny sytuacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2024/2.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure* [w:] *Economics and Social Institutions*, red. K. Brunner, Dordrecht 1979.
- Johnston A., *After the OFR: Can UK Shareholder Value Still Be Enlightened?*, „European Business Organization Law Review” 2006/4, t. 7.
- Keay A., Zhang H., *An Analysis of Enlightened Shareholder Value in Light of Ex Post Opportunism and Incomplete Law*, „European Company Financial Law Review” 2011/4, t. 8.
- Lins K. V., Servaes H., Tamayo A., *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*, „The Journal of Finance” 2017/4, t. 72.
- Lipton A.M., *Will the Real Shareholder Primacy Please Stand Up?*, „Harvard Law Review” 2024/6, t. 137.
- Longchamps de Bérier R., *Studia nad istotą osoby prawniczej*, Lwów 1911.
- Machnikowski P. [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Warszawa 2023.
- Manne H.G., *The ‘Higher Criticism’ of the Modern Corporation*, „Columbia Law Review” 1962/3, t. 62.
- Millon D., *Radical Shareholder Primacy*, „University of St. Thomas Law Journal” 2013/4, t. 10.
- Mucha A., *Struktura przestępstwa gospodarczego oraz okoliczności wyłączające bezprawność czynu w prawie karnym gospodarczym. Analiza teoretyczna i dogmatyczna*, Warszawa 2013.
- Namitkiewicz J., *Próba charakterystyki i określenia prawa handlowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1992/1.
- Olechowski M., *Interes spółki kapitałowej wobec relacji kontraktowych w grupach spółek (zagadnienia wybrane)* [w:] *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, red. M. Modrzejewska, Warszawa 2010.
- Opalski A., *For Whom Corporate Managers Are Trustees, czyli niekończący się spór o wykładnię kategorii interesu spółki handlowej*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2025/4.
- Opalski A., *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2008/2.
- Opalski A., *Prawo zgrupowań spółek*, Warszawa 2012.
- Opalski A., *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej (część II)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019/12.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010.
- Oplustil K., *Wpływ badań komparatystycznych na rozwój polskiego prawa spółek – na przykładzie projektowanej reformy struktury majątkowej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz prawa holdingowego* [w:] *Prawo obce w doktrynie prawa polskiego*, red. A. Wudarski, Warszawa 2016.
- Oplustil K., Weber A.-M., *Należyta staranność przedsiębiorstw jako element zrównoważonego ładu korporacyjnego – dyrektywa CS3D i jej wpływ na obowiązki i odpowiedzialność przedsiębiorstw*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2024/11.
- Oplustil K., Włudyka T., *O związkach między prawem karnym i prawem spółek: uwagi na marginesie cywilnej i karnej odpowiedzialności menedżerów spółek kapitałowych* [w:] *Państwo prawa i prawo karne. Księga jubileuszowa Profesora Andrzeja Zolla*, t. 1, red. P. Kardas, T. Sroka, W. Wróbel, Warszawa 2012.
- Radwański Z., Trzaskowski R., *Treść czynności prawnej* [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 2, *Prawo cywilne – część ogólna*, red. Z. Radwański, A. Olejniczk, Warszawa 2019.
- Romanowski M., *Znaczenie sporu o metodę odczytywania pojęcia „interes spółki kapitałowej”*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015/7.
- Safjan M., *Klauzule generalne w prawie cywilnym (przyczynek do dyskusji)*, „Państwo i Prawo” 1990/1.
- Sjöfjell B., *Realising the Potential of the Board for Corporate Sustainability* [w:] *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, red. B. Sjöfjell, C. M. Bruner, Cambridge 2020.
- Sjöfjell B., *Redefining the Corporation for a Sustainable New Economy*, „Journal of Law and Society” 2018/1.
- Sjöfjell B., Ahlström H., *Facilitating Interdisciplinary Corporate Sustainability Research: The SMART Research Guide*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2020/16.
- Sjöfjell B. i in., *Supporting the Transition to Sustainability: SMART Reform Proposals*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2019/63.
- Sjöfjell B., Bruner C.M. (red.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge 2020.
- Sjöfjell B., Bruner C.M., *Corporations and Sustainability* [w:] *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, red. B. Sjöfjell, C.M. Bruner, Cambridge 2020.
- Sjöfjell B., Johnston A., Anker-Sørensen L., Millon D., *Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies* [w:] *Company Law and Sustainability. Legal Barriers and Opportunities?*, red. B. Sjöfjell, B.J. Richardson, Cambridge 2015.

- Sjåfjell B., Mähönen J., *Corporate Purpose and the Misleading Shareholder v Stakeholder Dichotomy*, „Bond Law Review” 2024/2.
- Sjåfjell B., Mähönen J.T., Novitz T., Gammage C., Ahlström H., *Securing the future of European business: SMART reform proposals*, „University of Oslo Faculty of Law Research Paper” 2020/11.
- Sjåfjell B., Richardson B.J. (red.), *Company Law and Sustainability. Legal Barriers and Opportunities*, Cambridge 2015.
- Sjåfjell B., Taylor M.B., *Clash of Norms: Shareholder Primacy vs. Sustainable Corporate Purpose*, „International and Comparative Corporate Law Journal” 2019/3, t. 13.
- Sjåfjell B., Tsagas G., Villiers C. (red.), *Sustainable Value Creation in the European Union. Towards Pathways to a Sustainable Future through Crises*, Cambridge 2022.
- Ślup P., *Odpowiedzialność cywilna członków organów wobec prostej spółki akcyjnej* (cz. 1), „Przegląd Prawa Handlowego” 2023/2.
- Ślup P., *Odpowiedzialność cywilna członków organów wobec prostej spółki akcyjnej* (cz. 2), „Przegląd Prawa Handlowego” 2023/3.
- Sneirson J., *The History of Shareholder Primacy, from Adam Smith through the Rise of Financialism* [w:] *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, red. B. Sjåfjell, C.M. Bruner, Cambridge 2020.
- Sołtysiński S., *Corporate Boards in Poland* [w:] *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*, red. P. Davies, K. Hopt, R. Nowak, G. van Solinge, Oxford 2013.
- Sołtysiński S., *Kodeks spółek handlowych (Podstawowe założenia)*, „Państwo i Prawo” 2000/11.
- Sołtysiński S. [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. 1, Warszawa 1994.
- Sołtysiński S., Moskwa P. [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 17A, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2015.
- Spindler G. [w:] *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, t. 2, red. W. Goette, M. Habersack München 2023.
- Stefanicki R., *Należyta staranność zawodowa członka zarządu spółki kapitałowej*, Warszawa 2020.
- Stelmachowski A., *Zarys teorii prawa cywilnego*, Warszawa 1998.
- Stewart Jr. F., *Berle's Conception of Shareholder Primacy: A Forgotten Perspective for Reconsideration during the Rise of Finance*, „Seattle University Law Review” 2011, t. 34.
- Stout L.A., *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, „Virginia Law & Business Review” 2008, t. 3.
- Szumański A., *Spór wokół roli interesu grupy spółek i jego realizacji w szczególności do interesu własnego spółki uczestniczącej w grupie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010/5.
- van Vuuren D.P. i in., *Exploring pathways for world development within planetary boundaries*, „Nature” 2025, <https://doi.org/10.1038/s41586-025-08928-w> (dostęp: 20.06.2025 r.).
- Vicari A., Schall A. (red.), *Company Laws of the EU. A Handbook*, München 2021.
- Wajda D., *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009.
- Weber A.-M., *Aksjologia prawa spółek a interes publiczny – współczesne dylematy* [w:] *Podstawowe problemy i konstrukcje współczesnego prawa handlowego*, red. A. Herbet, Warszawa 2023.
- Weber A.-M., *(In)corporate sustainability – what's the role to be played by corporate law academics?* [w:] *Sustainability in Public Procurement, Corporate Law and Higher Education*, red. L. Melon, London 2023.
- Weber A.-M., *Interes grupy spółek – ciało obce w sporach uchwałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2023/7.
- Weber A.-M., *Sustainability vs. Corporate Purpose: Will transforming values shift the paradigm?*, „Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations” 2020/2.
- Weber A.-M., Mazur Z., Szczesna A., *Zrównoważony ład korporacyjny (sustainable corporate governance) – kierunek ewolucji polskiego prawa spółek?*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2022/6.
- Weber A.-M., Szczesna A., *The Interest of the Company in Poland: Dismantling the Narratives for Sustainability*, <https://ssrn.com/abstract=5158459> (dostęp: 20.06.2025 r.).
- Weber-Elzanowska A.-M., *Postulat zrównoważonego wzrostu gospodarczego jako wyzwanie dla polskiego prawa handlowego* [w:] *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie*, red. M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka, t. 1, Warszawa 2020.
- Wróbel W., Zoll A., *Polskie prawo karne. Część ogólna*, Kraków 2010.
- Zientara A., *Przestępstwo nadużycia zaufania z art. 296 kodeksu karnego*, Warszawa 2016.
- Zimmermann R., *The Law of Obligations. Roman Foundations of the Civilian Tradition*, Oxford 1996.
- Zubik M., *Prawo konstytucyjne współczesnej Polski*, Warszawa 2023.
- Żółtek S., *Prawo karne gospodarcze w aspekcie zasady subsydiarności*, Warszawa 2009.

