

Agata Adamska  
Anna Grygiel-Tomaszewska

# Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej w upadłości

## Wstęp

Spółka publiczna ze względu na swój wyjątkowy charakter wymaga specjalnego traktowania. Dotyczy to zarówno etapu rozpoczynania czy rozwijania działalności, jak i ewentualnej restrukturyzacji spółki czy kończenia jej cyklu życia. Spółka publiczna nie jest modelową spółką akcyjną, a jej cechą wyróżniającą jest masowy akcjonariat<sup>1</sup>. Rodzi to zupełnie inne stosunki własnościowe, w których akcjonariusze mniejszościowi *de facto* stają się jedną z wielu grup interesariuszy, nie uczestnicząc w podejmowaniu decyzji związanych ze spółką. Mimo to ponoszą konsekwencje tych decyzji na równi z akcjonariuszami, którzy mają istotny wpływ na funkcjonowanie danego przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia prawa, w szczególności prawa upadłościowego, akcjonariusze traktowani są bowiem jako zbiorowość homogeniczna, co powoduje, że ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych staje się iluzoryczna.

W artykule zaprezentowany został przypadek upadłości spółki Toora Poland S.A. Jego analiza stała się podstawą do sformułowania tezy stanowiącej, że akcjonariusze spółek publicznych nie są homogeniczni - odgrywają różne role i mają różne oczekiwania – dlatego powinni być w różny sposób traktowani przez prawo.

## **Akcjonariusze w procesie upadłości spółki - przypadek Toora Poland S.A.**<sup>2</sup>

Proces upadłości spółki Toora Poland S.A. rozpoczął się złożeniem przez wierzyciela – Pragma Inkaso sp. z o. o. – wniosku o ogłoszenie upadłości, o czym spółka poinformowała w komunikacie 1 października 2007 r. Przez ponad miesiąc, do 7 listopada 2007 r., kiedy to zwołano nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy w sprawie zmian w składzie rady nadzorczej i zarządu, ze spółki nie nadchodziły żadne informacje dotyczące działań związanych ze złożonym przez Pragma Inkaso wnioskiem. Jakież negocjacje były jednak prowadzone, bowiem 9 listopada 2007 r.

---

<sup>1</sup> M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, Nr 3, s. 10.

<sup>2</sup> Informacje wykorzystane do napisania analizy przypadku pochodziły z bieżących i okresowych raportów spółki publikowanych m.in. przez serwisy o charakterze finansowym, przede wszystkim Bankier.pl (<http://www.bankier.pl/inwestowanie/>) i Wirtualna Polska (<http://gielda.wp.pl/>) oraz ze strony www samej spółki, a także z danych Notoria Serwis S.A. (<http://www.notoria.pl/>).

poinformowano o zawarciu ugody z Pragma Inkaso oraz wycofaniu wniosku o ogłoszenie upadłości Toora Poland S.A.

Pozory stabilizacji sytuacji spółki nie trwały jednak długo. Po informacji 10 listopada 2007 r. o rezygnacji bez podania przyczyn przewodniczącej rady nadzorczej, już 12 listopada 2007 r. w komunikacie spółki można było przeczytać, że wniosek o ogłoszenie upadłości złożył również inny wierzyciel – Sovereign Capital S.A. a sąd wydał zarządzenie, w którym zobowiązał Toora Poland S.A. do przedłożenia oryginału przelewu dotyczącego spłaty zobowiązań wobec tej firmy. Ponadto w tym samym komunikacie poinformowano, że zarząd Toora Poland złożył do sądu wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu, ale wniosek ten został zwrócony z powodu braków formalnych. Zarząd miał siedem dni na uzupełnienie wniosku, jednak już po trzech dniach, 15 listopada 2007 r. podano do wiadomości, że sąd wydał postanowienie o ogłoszeniu upadłości likwidacyjnej spółki Toora Poland S.A. oraz wyznaczył sędziego komisarza i syndyka. Zarząd spółki złożył wprawdzie 22 listopada 2007 r. zażalenie na postanowienie sądu, ale 20 grudnia 2007 r. zostało ono oddalone. Tym samym zakończyło się postępowanie w sprawie ogłoszenia upadłości spółki.

Główny akcjonariusz nie tracił jednak nadziei na zmianę trybu postępowania z likwidacyjnego na układowy – na nadzwyczajnym walnym zgromadzeniu, które rozpoczęło się 29 listopada 2007 r., a kontynuowane było 20 grudnia 2007 r., powołano nową radę nadzorczą, składającą się z siedmiu członków. Niestety, nowa rada nadzorcza nie była w stanie ułożyć sobie współpracy z syndykiem i 15 lutego 2008 r. dwóch jej członków zrezygnowało, jako powód podając brak możliwości efektywnego prowadzenia pracy w ramach rady.

Z kolei zarząd spółki zaprzestał swojej aktywności w niewyjaśnionych okolicznościach – ostatni raz podpis prezesa pojawił pod komunikatem z 29 listopada 2007 r. o przerwie w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Nie ma żadnych późniejszych informacji o odwołaniu członków zarządu, czy powołaniu nowego jego składu – prowadzenie spraw spółki scedowano na syndyka.

Po informacji o rezygnacji członków rady nadzorczej spółki, na kolejny komunikat bieżący akcjonariusze musieli czekać ponad trzy miesiące. Informacja bieżąca spółki opublikowana 2 czerwca 2008 r. dotyczyła dzierżawy zakładu do czasu jego sprzedaży i był to ostatni komunikat, jaki spółka skierowała do akcjonariuszy. Dnia 20 czerwca 2008 r., pół roku po uprawomocnieniu się postanowienia sądu o upadłości likwidacyjnej spółki Toora Poland S.A., odbyło się ostatnie notowanie akcji spółki na GPW.

W trakcie postępowania upadłościowego struktura władz spółki uległa destrukcji – nie było ośrodka mogącego i chcącego angażować się w jej sprawy. Sytuacja ta miała miejsce pomimo istnienia silnego inwestora branżowego, włoskiej spółki Toora Sp.A. – założyciela Toora Poland S.A. Struktura akcjonariatu przed zgłoszeniem wniosku o ogłoszenie upadłości spółki została przedstawiona w Tabeli 1.

**Tabela 1. Struktura akcjonariatu Toora Poland S.A. przed zgłoszeniem wniosku o ogłoszenie upadłości spółki (wrzesień 2007 r.)**

Akcjonariusz	Data zmiany	Akcje		Głosy	
	2006-11-07	20 849 267		20 849 267	
Toora S.p.A., przez Alpol sp. z o. o.	2007-10-31	10 567 210	50,68%	10 567 210	50,68%
Pioneer Pekao Investment Management SA	2007-07-11	1 440 000	6,90%	1 440 000	6,90%
Trigon Central and Eastern European Fund	2007-08-30	1 500 000	7,19%	1 500 000	7,19%
AS Trigon Funds	2007-08-03	1 046 060	5,01%	1 046 060	5,01%
<i>free float</i>		6 295 997	30,22%	6 295 997	30,22%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www2.notoria.pl>

Udziały w spółce, obok inwestora branżowego, miało trzech inwestorów instytucjonalnych. Sprzedaż akcji przez dwóch z nich dokonana 19 września 2009 r., stanowiła pierwszą zmianę w ramach akcjonariatu notyfikowanego zwiastującą problemy. Sprzedaż ta spowodowała zwiększenie *free floatu* spółki. Szczegółowe dane zawiera Tabela 2.

**Tabela 2. Struktura akcjonariatu Toora Poland S.A. po zgłoszeniu wniosku o ogłoszenie upadłości spółki (październik 2007 r.)**

Akcjonariusz	Data zmiany	Akcje		Głosy	
	2006-11-07	20 849 267		20 849 267	
Toora S.p.A., przez Alpol sp. z o. o.	2007-10-31	10 567 210	50,68%	10 567 210	50,68%
Pioneer Pekao Investment Management SA	2007-07-11	1 440 000	6,90%	1 440 000	6,90%
<i>free float</i>		8 842 057	42,42%	8 842 057	42,42%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www2.notoria.pl>

Po upublicznieniu informacji o zgłoszeniu wniosku o ogłoszenie upadłości spółki, część swojego pakietu akcji zbył także ostatni inwestor instytucjonalny, zmniejszając 24 października 2007 r. swoje zaangażowanie poniżej progu 5%. Spowodowało to kolejny wzrost *free floatu*. Takie pozbywanie się akcji przez inwestorów instytucjonalnych spotęgowało wrażenie opuszczania Toory przez jej dotychczasowych właścicieli.

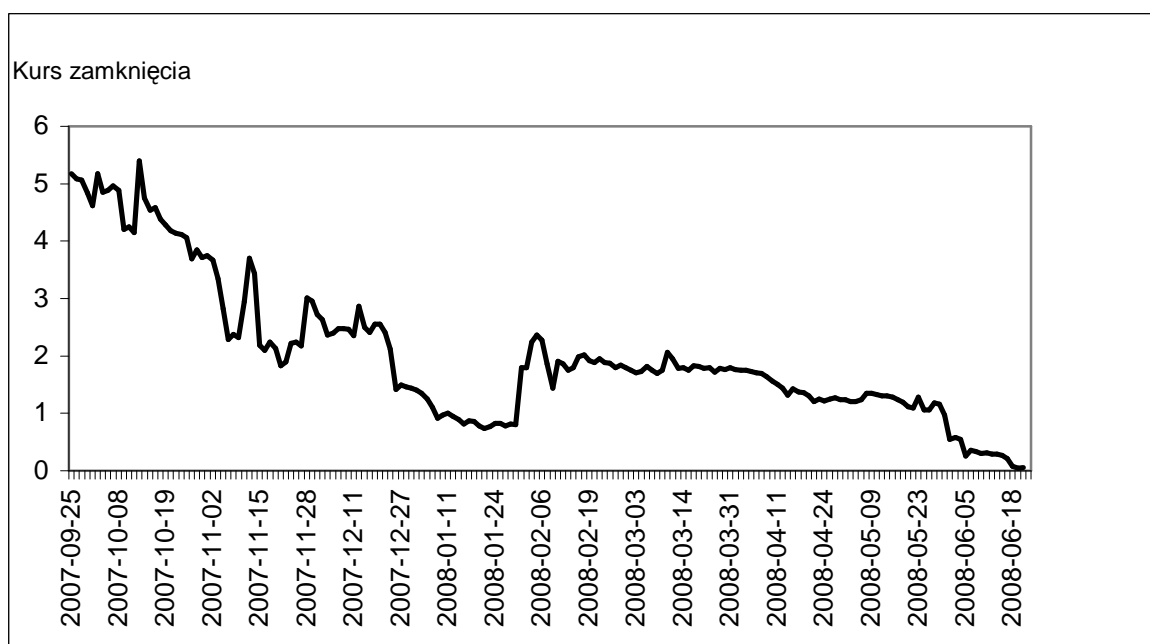
**Tabela 3. Struktura akcjonariatu Toora Poland S.A. w ostatnim dniu notowań akcji (20 czerwiec 2008 r.)**

Akcjonariusz	Data zmiany	Akcje		Głosy	
	2006-11-07	20 849 267		20 849 267	
Toora S.p.A., przez Alpol sp. z o. o.	2007-10-31	10 567 210	50,68%	10 567 210	50,68%
<i>free float</i>		10 282 057	49,32%	10 282 057	49,32%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www2.notoria.pl>

Jak wynika z danych zawartych w Tabeli 3, w spółce pozostał tylko jeden akcjonariusz notyfikowany – założyciel. Pozostali notyfikowani akcjonariusze mniejszościowi wyprzedawali swoje akcje, a rosnąca podaż zwiększała skalę przeceny walorów spółki. Kurs akcji został przedstawiony na Wykresie 1.

**Wykres 1. Kurs akcji Toora Poland S.A. w okresie 25.IX.2007 r.-20.VI.2008 r. (PLN)**



Źródło: dane ze strony internetowej <http://www.gpwinfostrefa.pl>

W okresie od złożenia przez wierzyciela wniosku o ogłoszenie upadłości Toora S.A. inwestorzy otrzymywali informacje ze spółki rzadko, były one ogólne i raczej negatywne, co sprzyjało systematycznemu obniżaniu się kursu akcji spółki. W takiej sytuacji silny wpływ na kształtowanie się bieżącej ceny akcji miały informacje pojawiające się w mediach. I tak, najwyższy kurs odnotowany został na zamknięciu notowań w dniu 12 października 2007 r. po publikacji w „Rzeczpospolitej”, dotyczącej inwestowania przez Sovereign Capital w wiarygodności Toory i przewidywanego przejęcia spółki. Nadzieja na pozyskanie inwestora strategicznego doprowadziła do wzrostu kursu akcji o 30%.

Wobec braku dalszych konkretnych informacji nastroje inwestorów szybko się pogorszyły i kurs ponownie znalazł się w trendzie spadkowym. W okresie od 25 września 2007 r. (pięć dni przed podaniem informacji o wniosku o ogłoszenie upadłości) do 20 czerwca 2008 r. (ostatni dzień notowań akcji spółki na GPW) spółka straciła 98,84% swojej wartości rynkowej.

## ***Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych w zasadach ładu korporacyjnego***

Zasady ładu korporacyjnego wynikają zarówno z przepisów prawa powszechnego, kodeksów dobrych praktyk stanowiących tzw. „miękkie prawo” jaki i panujących zwyczajów. Za jedną z głównych zasad uznaje się konieczność ochrony akcjonariuszy, przy czym różnie jest określany zakres ich uprawnień podlegający ochronie. Stosunkowo szeroki ich katalog przyjęty został w *Zasadach nadzoru OECD*, stanowiących wytyczne do tworzenia prawa lokalnego w krajach członkowskich. Według tych zasad podstawowe uprawnienia akcjonariuszy powinny obejmować prawo do:

- 1) korzystania z możliwości rejestracji praw właścicielskich;
- 2) zbywania/przenoszenia praw do akcji;
- 3) systematycznego i terminowego otrzymywania istotnych i ważnych informacji o spółce;
- 4) uczestniczenia i głosowania na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy;
- 5) wybierania i usuwania członków organów spółki;
- 6) udziału w zyskach spółki<sup>3</sup>.

Dużo węższe ujęcie uprawnień akcjonariuszy podlegających ochronie występuje w Unii Europejskiej. Za najważniejsze zostały uznane prawo akcjonariuszy do głosowania i prawo do informacji<sup>4</sup>. W konsekwencji przyjęto szereg norm szczegółowo regulujących sposób ochrony tych uprawnień z uwzględnieniem specyfiki międzynarodowego akcjonariatu spółek publicznych, wynikającego ze swobody przepływów kapitałowych w ramach Unii Europejskiej.

Z kolei w ramach Dobrych Praktyk sformułowanych na potrzeby spółek notowanych na GPW odniesiono się wyraźnie do ochrony interesu akcjonariuszy mniejszościowych. Stwierdzono w nich, że spółka akcyjna jest przedsięwzięciem kapitałowym i dlatego musi być w niej uznawana zasada rządów większości kapitałowej. Podkreślono jednak, że „mniejszość musi mieć zapewnioną należytą ochronę jej praw, w granicach określonych przez prawo i dobre obyczaje. Wykonując swoje uprawnienia

---

<sup>3</sup> *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34656740.pdf>, [data dostępu: 7 kwietnia 2013]

<sup>4</sup> Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 184/17)

akcjonariusz większościowy powinien uwzględniać interesy mniejszości”<sup>5</sup>. Nie sprecyzowano natomiast zakresu uprawnień podlegających ochronie. W późniejszej wersji Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW stwierdzono z kolei, że celem tego dokumentu jest „umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, **wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy także w materiałach nie regulowanych przez prawo** [podkreślenie autorek], a przy tym nie stwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nie równoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku.”<sup>6</sup>. Takie sformułowanie wskazuje na komplementarny charakter przyjętych Dobrych Praktyk w stosunku do obowiązujących norm prawnych i przypisanie temu swoistemu kodeksowi właściwego postępowania istotnej roli w tworzeniu i utrwalaniu dobrych obyczajów związanych z rynkiem kapitałowym.

Zaprezentowane przykłady reguł ładu korporacyjnego zawartych w prawie stanowionym, „miękkim” prawie i zwyczajach odnoszące się do ochrony akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych, różni wprawdzie zakres uprawnień mających podlegać ochronie, łączy jednak spojrzenie przez pryzmat sytuacji spółki kontynuującej działalność. Nie uwzględnia się natomiast ogłoszenia upadłości spółki, co zdecydowanie zmienia jej sytuację. Ilustruje to przedstawiona analiza przypadku. W momencie ogłoszenia upadłości pojawił się nowy cel działania spółki – budowanie wartości dla akcjonariuszy zostało zastąpione przez dążenie do zaspokojenia wierzycieli. Kierowanie spółką z rąk zarządu, odpowiadającego przed akcjonariuszami, przeszło w ręce syndyka, całkowicie od nich niezależnego. Kompetencje walnego zgromadzenia i rady nadzorczej zostały istotnie ograniczone ze względu na brak możliwości wpływu na obsadę personalną, wynagrodzenie czy decyzje strategiczne podejmowane przez organ kierujący spółką. Nawet akcjonariusz formalnie nadal kontrolujący spółkę i nie pozostający bierny w zaistniałej sytuacji, nie miał większego wpływu na bieg spraw. Pozostali akcjonariusze notyfikowani w ogóle nie starali się uczestniczyć w próbach restrukturyzacji spółki i natychmiast po zgłoszeniu wniosku o ogłoszenie upadłości zastosowali strategię „wyjścia”. Akcjonariusze drobni, posiadający pakiety akcji należące do *free floatu*, również nie przejawiali chęci angażowania się w sprawy spółki. Część z nich nabywająca akcje już po ogłoszeniu upadłości zrobiła to głównie z celach spekulacyjnych. Dodatkowo analiza publikowania przez spółkę informacji bieżących ujawniła, że w istotny sposób ograniczone zostało prawo akcjonariuszy do informacji na temat aktualnej sytuacji spółki. Ogłoszenie upadłości miało zatem wpływ nie tylko na stan uprawnień majątkowych, ale również na możliwość korzystania z uprawnień korporacyjnych, zarówno przez akcjonariuszy większościowych, jak i mniejszościowych. O ile jednak w przypadku tych pierwszych można przypisać im przynajmniej częściową odpowiedzialność za

---

<sup>5</sup> *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005*, Komitet Dobrych Praktyk Forum - Corporate Governance, Warszawa 2004, <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dp2005.pdf>, [data dostępu: 23.VII.2012 r.]

<sup>6</sup> *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21.XI.2012r. [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre\\_praktyki\\_16\\_11\\_2012.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_16_11_2012.pdf), [data dostępu: 3.II.2013 r.]

doprowadzenie spółki do stanu upadłości, o tyle ci drudzy nie mieli na to żadnego wpływu. Rodzi się zatem pytanie, czy również w sytuacji szczególnej, jaką jest ogłoszenie upadłości spółki akcjonariusze mniejszości nie powinni liczyć na dodatkową ochronę?

## **Klasyfikacja akcjonariuszy i zróżnicowanie zakresu ich ochrony**

Akcjonariusze spółek publicznych<sup>7</sup> różnią się pod względem statusu (np. formy prawnej akcjonariusza, powiązań przedmiotu jego działalności z działalnością spółki, udziału zaangażowanych w spółkę środków w całości majątku inwestora itp.), wielkości udziału w spółce (w jej kapitale zakładowym oraz w liczbie głosów), relacji łączących akcjonariusza ze spółką, czy horyzontu czasowego inwestycji. To zróżnicowanie przekłada się na postawy akcjonariuszy i ich odmienne postępowanie zarówno w sytuacji, gdy spółka prowadzi normalną działalność, jak i w przypadku zagrożenia upadłością.

Najbardziej ogólny podział akcjonariuszy zakłada istnienie dwóch ich grup: inwestorów aktywnych i pasywnych. Klasyfikacja ta jest stosowana w różnych kontekstach – rynkowym i *corporate governance*. Kontekst rynkowy uwzględnia często zawierania transakcji na rynku akcji<sup>8</sup>; inwestorzy aktywni poszukują okazji rynkowych, często kupują i sprzedają walory poszczególnych spółek, inwestorzy pasywni zaś stosują strategię „kup i trzymaj”.

Na nieco inny aspekt aktywności akcjonariuszy zwraca się uwagę w kontekście *corporate governance*. W tym przypadku aktywność oznacza zaangażowanie akcjonariusza w sprawy spółki: udział w walnych zgromadzeniach i podejmowaniu istotnych dla spółki decyzji, wpływanie na skład organów spółki (zarządu i rady nadzorczej lub rady dyrektorów), bądź nawet bezpośrednie uczestnictwo w tych organach. Akcjonariusze pasywni charakteryzują się natomiast brakiem zaangażowania się w sprawy spółki, co oznacza, że pozostawiają oni kontrolę nad spółką pozostałym akcjonariuszom lub, w skrajnym przypadku, zarządowi. Z punktu widzenia braku ich oddziaływania na zarządzanie spółką nie jest istotne, czy są to akcjonariusze aktywni czy pasywni w pierwszym, rynkowym, znaczeniu.

W przypadku akcjonariuszy aktywnych, zaangażowanych w sprawy spółki, bardzo istotny jest ich horyzont inwestycyjny, cele i strategię. Krótkoterminowo aktywni, np. fundusze, zakup akcji i wywieranie wpływu na funkcjonowanie spółki traktują jako narzędzia osiągnięcia celów inwestycyjnych. W przypadku, gdy wyniki inwestycji odbiegają od przyjętych założeń, bądź spółka przestaje pasować do obranej strategii portfelowej, pozycja jest zamykana, co oznacza sprzedaż akcji i przeznaczenie środków na zakup akcji kolejnej spółki. Najcenniejsi dla spółki są akcjonariusze

---

<sup>7</sup> Pojęcie „akcjonariusz spółki publicznej” jest w tym opracowaniu stosowane zamiennie z pojęciem „inwestor”.

<sup>8</sup> Por. np. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 43

długoterminowo aktywni, ponieważ tylko oni mogą pełnić rolę prawdziwych właścicieli<sup>9</sup>. W sytuacji zagrożenia spółki upadłością to tego typu akcjonariusze są gotowi nie sprzedawać akcji, a nawet aktywnie działać na rzecz wdrożenia postępowania naprawczego oraz włączyć się w proces restrukturyzacji spółki.

Wśród akcjonariuszy mniejszościowych, szczególnie mających pakiety akcji poniżej progu notyfikacji<sup>10</sup>, aktywność w odniesieniu do spółki zdarza się rzadko. Wydaje się jednak, że akcjonariusze mniejszościowi zaangażowani długookresowo, mogliby być dla spółek cenni i podlegać w związku z tym podlegać dodatkowej ochronie w sytuacjach szczególnego zagrożenia ich interesów, takich jak np. ogłoszenie upadłości spółki. Przyznanie ewentualnych przywilejów musiałby być jednak obwarowane koniecznością spełnienia przez nich restrykcyjnych warunków redukujących możliwość wystąpienia pokusy nadużycia (*moral hazard*). Na drugim biegunie zachowań akcjonariuszy mniejszościowych znajdują się inwestorzy aktywni rynkowo i pasywni wobec spółki. Stanowią oni grupę spekulantów, którzy główny nacisk kładą na szybkość i bezpieczeństwo obrotu, a zdarzenia korporacyjne (takie jak np. ogłoszenie upadłości spółki) traktują jedynie jako przesłankę wzrostu zmienności. W ich przypadku rozszerzenie ochrony rodziłoby zwiększony efekt negatywnej selekcji (*adverse selection*), dlatego należy unikać tego typu rozwiązań.

Zakres ochrony wszystkich akcjonariuszy mniejszościowych (i nie tylko) powinien natomiast obejmować transparentność działań spółki – w przypadku ogłoszenia upadłości obowiązek informowania rynku w formie komunikatów bieżących i okresowych powinien spoczywać na syndyku. Większa przejrzystość z pewnością poprawiłaby ocenę ładu korporacyjnego polskiego rynku kapitałowego.

## **Podsumowanie**

Akcjonariusze spółek publicznych nie stanowią homogenicznej grupy – ich różnorodność powinna zatem znaleźć swoje odzwierciedlenie również w regulacjach zawartych w prawie upadłościowym i naprawczym. Z jednej strony istnieją bowiem akcjonariusze kontrolujący spółki, którzy pełnią funkcje właściciela mając realny wpływ na politykę danego przedsiębiorstwa. Można uznać, że są oni świadomi jego sytuacji, a niekiedy wręcz przez swoje działania lub zaniechania przyczyniają się do jej pogorszenia. Z drugiej strony istnieją spekulanci, którzy traktują informacje o problemach spółki (np. dotyczące złożenia wniosku o ogłoszenie jej upadłości) jako sygnał wzrostu zmienności i potencjalną okazję do osiągania ponadprzeciętnych zysków. Jest też trzecia grupa akcjonariuszy – akcjonariusze mniejszościowi, związani ze spółką dłużej, ale nie mający wpływu na zarządzanie i nie zawsze dysponujący pełną informacją o rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstwa. Tę

---

<sup>9</sup> R.A.G. Monks, *Governance at a crossroads: A personal perspective*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2011, Vol. 8, No. 1

<sup>10</sup> Minimalny próg notyfikacji wynosi 5% udziału w głosach na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki.



ostatnią grupę, należałoby szczególnie chronić, zwłaszcza w przypadku gdy wcześniej zostały naruszone jej uprawnienia do otrzymywania pełnej i wiarygodnej informacji ze spółki. Jedną z form takiej ochrony mogłaby być możliwość przystąpienia przez tego typu akcjonariuszy do postępowania upadłościowego na równi z wierzycielami nieuprzywilejowanymi, o ile inwestorzy ci potrafiliby wykazać, że byli wprowadzani w błąd.

Kolejną istotną kwestię związaną ze specyfiką spółki publicznej, nie uwzględnianą w odpowiednim stopniu w ramach procedur prawa upadłościowego i naprawczego, stanowi zapewnienie właściwego poziomu transparentności przedsiębiorstwa znajdującego się w upadłości. W takiej sytuacji bowiem, w sposób naturalny spółka staje się mniej przejrzysta: zwiększa się dynamika zachodzących w niej zmian, pojawiają się nowe ośrodki decyzyjne (takie jak syndyk), przekształceniu ulega struktura władzy. Zmniejszenie przejrzystości nie tylko odczuwane jest przez akcjonariuszy mniejszościowych związanych ze spółką, ale też wykorzystywane jest przez graczy spekulacyjnych, dodatkowo destabilizujących sytuację spółki. Przejrzystość służy natomiast wszystkim zainteresowanym zmniejszeniem niepewności co do przebiegu procesu upadłościowego: wierzycielom, akcjonariuszom a także pracownikom czy kontrahentom spółki.

#### Bibliografia

1. Bankier.pl (<http://www.bankier.pl/inwestowanie/>)
2. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21.XI.2012r. [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre\\_praktyki\\_16\\_11\\_2012.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_16_11_2012.pdf), [data dostępu: 3.II.2013 r.]
3. *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005*, Komitet Dobrych Praktyk Forum - Corporate Governance, Warszawa 2004, <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dp2005.pdf>, [data dostępu: 23.VII.2012 r.]
4. Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 184/17)
5. Dziawgo D., *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011
6. Hargovan A., J. Harris, *Sons of Gwalia Ltd v. Margaretic*, "Melbourne University Law Review", 2007, Vol. 31, No. 2
7. Monks R.A.G., *Governance at a crossroads: A personal perspective*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2011, Vol. 8, No. 1
8. Notoria Serwis S.A. (<http://www.notoria.pl/>).

9. Romanowski M., *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, Nr 3
10. Wirtualna Polska (<http://gielda.wp.pl/>)
11. *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34656740.pdf>, [data dostępu: 7.IV. 2013]