

Krzysztof POSTRACH*

PROBLEMY UKRYTYCH APORTÓW W SPÓŁKACH PUBLICZNYCH

Słowa kluczowe: aport, ukryty aport, wycena aportu, kapitał zakładowy

1. Wstęp

Wnoszenie aportu (wkładu niepieniężnego) jest powszechnym zjawiskiem w spółkach kapitałowych. Szczególnego znaczenia nabiera w spółkach publicznych, w których akcjonariusze mniejszościowi w niewystarczającym stopniu monitorują poczynania dominującego akcjonariusza. Sprawia to, że mamy do czynienia ze znanym zjawiskiem transferu wartości (prywatnych korzyści kontroli). Zostało ono dokładnie opisane w literaturze przedmiotu. Niemniej warto zwrócić uwagę na jeden ze sposobów uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli, nieopisany w literaturze poświęconej nadzorowi korporacyjnemu, jakim są tzw. ukryte aporty.

Celem opracowania jest analiza ukrytych aportów jako jednego ze sposobów uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli. Przeprowadzono ją w aspekcie prawnym oraz z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego, wskazując na negatywne konsekwencje ukrytych aportów oraz na możliwości przeciwdziałania tym praktykom. Wykorzystano przypadki ukrytych aportów. Potwierdziło się przyjęte założenie, że są one niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. Poczynione obserwacje pozwoliły określić okoliczności sprzyjające posługiwaniu się ukrytymi aportami dla uzyskania prywatnych korzyści kontroli.

* Dr, Katedra Analizy Ekonomicznej i Finansów, Politechnika Gdańska; e-mail: k.postrach@gmail.com

2. Zagrożenia związane z wnoszeniem aportu

W spółkach publicznych o skoncentrowanych strukturach własności, a do takich należą spółki notowane na warszawskiej giełdzie, nabywanie od dominującego akcjonariusza składników majątku po zawyżonej cenie zalicza się do typowych nadużyć związanych z transferem wartości¹. Pewną odmianą tych transakcji jest wnoszenie aportu o zawyżonej wartości. W obu przypadkach mamy do czynienia z podobnymi negatywnymi konsekwencjami dla akcjonariuszy. Występują jednak istotne różnice w regulacjach mających chronić przed tego typu nadużyciami. Warto przyjrzeć się bliżej tym różnicom i ocenić, czy są one uzasadnione w sytuacji, gdy jest możliwe obchodzenie w łatwy sposób, i tak się w praktyce dzieje, przepisów o wkładach niepieniężnych poprzez formalne zastąpienie wniesienia aportu transakcją polegającą na nabyciu mienia.

Jednym z typowych sposobów transferu wartości jest sprzedawanie spółce mienia po zawyżonej cenie przez jej akcjonariusza dominującego. Dlatego kodeks spółek handlowych² w art. 394 § 3 rygorystycznie traktuje nabywanie od założyciela lub akcjonariusza jakiegokolwiek mienia, jeśli jego cena przewyższa dziesiątą część wpłaconego kapitału zakładowego, a ma to miejsce przed upływem dwóch lat od dnia zarejestrowania spółki. Wówczas należy przedłożyć walnemu zgromadzeniu sprawozdanie zarządu, przedstawiające między innymi zastosowaną metodę wyceny aktywów³. Sprawozdanie to poddawane jest badaniu przez biegłego rewidenta (rewidentów).

Podobne zagrożenia związane z wyceną występują w odniesieniu do aportów. Z uwagi na potrzebę ochrony wierzycieli spółki, a także jej akcjonariuszy, przepisy regulują wkłady niepieniężne odmiennie niż wkłady pieniężne. Kluczową rolę w przypadku aportów odgrywa ich wycena. W związku z tym KSH wprowadza obowiązek wyceny aportu podobny do wskazanego wyżej

¹ Przypadki tego rodzaju opisano między innymi w: **K. Postrach**, *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000, s. 145–146; **K. Postrach**, *Rola niezależnych członków rad nadzorczych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych w Polsce*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG 2009/1, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, s. 323.

² Ustawa z dn. 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz.U. z 2013 r., poz. 1030), dalej jako KSH.

³ Nie dotyczy to m.in. nabycia papierów wartościowych na rynku regulowanym.



w odniesieniu do nabycia mienia (art. 311–312¹, art. 431 § 7). Przepisy te mają zapobiec zawyżaniu wartości aportu.

Pojęcie aportu nie zostało zdefiniowane w obowiązujących przepisach prawnych regulujących wnoszenie aportów⁴. Można przyjąć, że aport to wkład niepieniężny, wniesiony do spółki na pokrycie kapitału zakładowego. W zamian za wniesiony do spółki wkład, otrzymuje się jej udziały lub akcje⁵. Przedmiotem aportu mogą być rzeczy i prawa majątkowe, jeśli są zbywalne i stanowią składnik aktywów jednostki⁶.

W spółkach publicznych o skoncentrowanych strukturach własności częstym zjawiskiem jest wnoszenie do spółki aportów (w KSH określa się je jako wkłady niepieniężne) przez dominującego akcjonariusza. W związku z tym KSH wprowadza obowiązek wyceny aportu przez założycieli (art. 311 § 1 pkt 5 KSH) oraz spółkę przy podwyższaniu kapitału zakładowego (art. 431 § 7). Mieści się to w ramach sprawozdania, które musi być poddane badaniu przez rewidenta (rewidentów). Badanie to ukierunkowane jest na weryfikację metody wyceny przyjętej w sprawozdaniu (art. 312 § 4). Można spotkać się z opinią, z której wynika, że nie jest wystarczające, aby biegli odnosili się do metody wyceny, ale sami ją przeprowadzili⁷. Należy zaznaczyć, że nie wszystkie wkłady niepieniężne podlegają obowiązkowi wyceny, dotyczy to np. papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Wprowadzone wyjątki są uzasadnione, bo dotyczą wkładów, których wartość została niedawno ustalona, albo istnieje wyraźny punkt odniesienia dla ustalenia ich wartości⁸.

Problem polega jednak na unikaniu obowiązku wyceny aportów poprzez zastępowanie ich transakcjami, które nie nakładają takiego obowiązku. Gdyby

⁴ **G. Bucior, C. Kotyla**, *Wycena i ewidencja aportu zorganizowanej części przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG 2009/4/1, s. 5.

⁵ Dalej będzie mowa o aportach wnoszonych do spółek akcyjnych, co oznacza, że przywoływane przepisy KSH dotyczyć będą spółek akcyjnych.

⁶ **G. Bucior, C. Kotyla**, *Wycena...*, s. 6.

⁷ **K. Oplustil**, *Wkłady niepieniężne w prawie europejskim i polskim – zdolność aportowa, zabezpieczenie należytej wyceny, ukryte aporty*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka** (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005, s. 196.

⁸ Te wyjątki, zawarte w art. 312¹ KSH, stanowią implementację Dyrektywy 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6 września 2006 r. zmieniającej Dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.U. UE nr L 264/32 z dn. 25.09.2006 r.).

przyczyną uchylania się od wyceny były jedynie koszty sporządzenia sprawozdania związanego z wniesieniem aportu i koszty badania przeprowadzonego przez biegłego, wówczas byłby to problem, który należałoby rozpatrywać wyłącznie w aspekcie prawnym. W przypadku spółek giełdowych, koszty związane z wyceną aportu niewiele dla nich znaczą (w większych spółkach praktycznie nie mają znaczenia), dlatego za główny powód obejścia przepisów o wkładach niepieniężnych należy uznać niedopuszczenie do ujawnienia faktycznej wartości aportu z uwagi na jej zawyżenie. Mamy tu więc do czynienia z problemem, który dotyczy nadzoru korporacyjnego.

Należy zaznaczyć, że wnoszeniu aportów mogą przyświecać cele, które wskazują, że nie istnieje groźba świadomego zawyżenia wartości aportu. Tak się dzieje, gdy aport ma na celu zasilić spółkę w potrzebne jej zasoby majątkowe w warunkach utrudnionego dostępu do środków pieniężnych. Aport może także służyć realizacji strategii grupy kapitałowej. Wówczas jest on wnoszony często w postaci zorganizowanej części mienia.

A. Adamska rozpatruje aporty jako mechanizm lewarowania kontroli nad spółką. Zwraca uwagę, że wniesienie aportu zwiększa stopień kontroli nad spółką i jednocześnie nie powoduje utraty kontroli nad wnoszonymi do niej zasobami. Wnoszone aporty „stają się częścią majątku spółki i pozostają w dyspozycji zarządu, który jest z kolei kontrolowany przez akcjonariusza obejmującego te akcje. W związku z tym pośrednio, nadal zasoby będące przedmiotem aportu są kontrolowane przez pierwotnego ich właściciela”⁹. Drugi sposób wzmacniania kontroli przy pomocy aportu polega na zawyżaniu jego wartości. Wówczas wnoszący aport obejmuje akcje za cenę niższą niż cena emisyjna. W ten sposób obniżany jest koszt nabycia głosów inkorporowanych w akcjach¹⁰. Można też powiedzieć, że zawyżenie wartości aportu pozwala objąć większą liczbę akcji od tej, która przysługiwałaby na podstawie jego wartości rzeczywistej (w rozumieniu ustawy o rachunkowości – wartości godziwej). Są podstawy, aby zakładać, że zawyżanie wartości aportu może wynikać nie tylko z dążenia do wzmacniania kontroli nad spółką, ale często z chęci wykorzystania już posiadanej kontroli. Uzyskuje się w ten sposób wymierne korzyści kosztem pozostałych akcjonariuszy. Wydawać by się mogło, że w praktyce nie powinniśmy mieć do czynienia z tego typu negatywnymi konsekwencjami dla

⁹ A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2013, s. 193.

¹⁰ *Ibidem*.



akcjonariuszy, ponieważ wycena aportów, jak już wcześniej wskazano, jest weryfikowana przez biegłego rewidenta. Okazuje się jednak, że może nie dochodzić do wyceny aportu. Tak się dzieje, gdy ma miejsce obejście przepisów o wkładach niepieniężnych. Przejawia się to w postaci tzw. ukrytych aportów. Właśnie one będą przedmiotem zainteresowania w dalszych rozważaniach. Są one z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego istotne, ponieważ rodzą negatywne skutki dla interesariuszy spółek, w których ukryte aporty mają miejsce.

3. Konsekwencje ukrytych aportów

Z wnoszeniem aportu, jak to już podkreślano, wiąże się niebezpieczeństwo jego przeszacowania. Jest ono o wiele większe niż w przypadku nabycia mienia przez spółkę od podmiotu niepowiązanego z nią. Dlatego w kodeksie mamy regulacje, przywołane wcześniej, które mają na celu przeciwdziałać tego rodzaju praktykom poprzez nałożenie obowiązku wyceny aportu. Z praktyki wynika, że można w łatwy sposób obejść te przepisy. Odbywa się to w postaci ukrytych aportów. Ukryty aport ma miejsce, gdy „na pokrycie kapitału formalnie wniesiony zostanie wkład pieniężny, w rzeczywistości jednak wkład ten zostanie zwrócony w formie zapłaty za przekazany później niepieniężny składnik majątkowy”¹¹. Mamy w tym przypadku do czynienia z rozdzielaniem wniesienia aportu na dwie czynności: wniesienie wkładu pieniężnego i nabycie przez spółkę mienia za wniesione środki pieniężne. Unika się w ten sposób stosowania reżimu przewidzianego dla aportów, tzn. obowiązku ich wyceny. Aby temu zapobiec, KSH w art. 394 rygorystycznie traktuje, na co wcześniej wskazywano, nabywanie od założyciela lub akcjonariusza jakiegokolwiek mienia. W praktyce te formalne wymogi w ograniczonym stopniu przeciwdziałają ukrytym aportom, jako że przy nabywaniu mienia od akcjonariusza obowiązek jego wyceny i badania przez biegłego rewidenta dotyczy jedynie transakcji zawartych w okresie dwóch lat od zarejestrowania spółki. Zdaniem A. Opalskiego, unormowanie ukrytych aportów jest ograniczone do etapu pierwotnego gromadzenia kapitału (nie znajduje zastosowania do podwyższania kapitału zakładowego)¹². W spółkach giełdowych przeszacowanie wartości

¹¹ J. Napierała, T. Sójka, *Projekt modernizacji dyrektywy kapitałowej*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Europejskie...*, s. 388.

¹² A. Opalski, *Prawo zgrupowań spółek*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 415.



aportów wnoszonych w związku z podnoszeniem kapitału zakładowego jest o wiele większym problemem niż przy zawiązywaniu spółki.

Nabywanie mienia od akcjonariusza jest z reguły uzasadniane przez spółkę spodziewanymi korzyściami z synergii. Premia płacona z tego tytułu w przypadku nabywania zorganizowanej części mienia może być uzasadniona pod warunkiem, że znana jest jej wysokość, a do tego potrzebna jest wycena nabywanego mienia. Gdy nabycie mienia nie podlega przepisom o aportach (jest ukrytym aportem), wówczas może mieć miejsce zawyżenie wartości mienia pod pretekstem premii z tytułu spodziewanej synergii.

Jak groźne dla akcjonariuszy są ukryte aporty, świadczy przypadek spółki Rovese (dawna nazwa Cersanit), która za środki pochodzące z emisji akcji zakupiła od dominującego akcjonariusza pięć zagranicznych spółek za 520 mln zł. Kurs spółki spadł na sesji o 42% (do najniższego poziomu od wielu lat) po podaniu informacji o tym zakupie. Powodem tego spadku był brak jakichkolwiek informacji, pozwalających określić wartość tych spółek. Na następnych sesjach kurs wzrósł, ale tylko w około połowie pozwolił odrobić poniesione straty tym akcjonariuszom, którzy nie sprzedali akcji na spadkowej sesji. Jest to jeden z wielu przypadków nabycia mienia przez spółkę giełdową od akcjonariusza w ramach podwyższenia kapitału zakładowego, bez możliwości poddania wyceny kontroli ze strony niezależnego biegłego. W rezultacie pozostali akcjonariusze w tych spółkach ponoszą straty. Nie zawsze akcjonariusz ma wystarczający poziom kontroli nad spółką, aby mógł posłużyć się ukrytym aportem. Może okazać się to niemożliwe, gdy w akcjonariacie spółki występują, z odpowiednio dużymi udziałami w głosach, inwestorzy instytucjonalni. Tak było w przypadku spółki LC Corp SA, gdy fundusze emerytalne nie dopuściły do emisji akcji, która miała posłużyć sfinansowaniu zakupu od podmiotu powiązanego z dominującym akcjonariuszem – spółki będącej właścicielem Sky Tower. Ostatecznie LC Corp SA nabyła Sky Tower za 259 mln zł ze środków pochodzących z kredytu. Widać na tym przykładzie, jak ważną rolę mają do odegrania inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym.

Nasuwa się pytanie: dlaczego kodeksowe rygory dotyczące ukrytych aportów obowiązują w ograniczonym zakresie, tzn. odnoszą się do umów o nabycie mienia dla spółki od akcjonariusza, zawartych przed upływem dwóch lat od zarejestrowania spółki. Okazuje się, że takie liberalne podejście wynika z dążenia do „równorzędnej ochrony grup interesów powiązanych ze spółką,



tn. jej akcjonariuszy oraz wierzycieli spółki¹³. To sformułowanie wiąże się z celem drugiej dyrektywy kapitałowej¹⁴. K. Oplustil wskazuje, że wzmocnienie ochrony wierzycieli nie może odbywać się kosztem uzasadnionych interesów akcjonariuszy, utrudniając im finansowanie spółki poprzez wnoszenie aportów¹⁵. To utrudnianie dotyczy kosztów sporządzanej przez spółkę wyceny aportu oraz jej weryfikacji przeprowadzanej przez biegłego rewidenta. Zdaniem optujących, za liberalizacją rygorów wyceny aportów przemawia również to, że nie daje ona pełnej gwarancji ustalenia faktycznej wartości aportu¹⁶. W tych opiniach, mówiąc o uzasadnionych interesach akcjonariuszy, traktuje się ich jako jednorodną grupę, nie biorąc pod uwagę specyfiki spółek publicznych, polegającej na tym, że mamy w nich do czynienia z akcjonariuszem sprawującym kontrolę nad spółką i pozostałymi akcjonariuszami. Jak wskazuje praktyka, może mieć miejsce konflikt interesów tych dwóch grup akcjonariuszy. Tak się dzieje w przypadku nabywania mienia od akcjonariusza dominującego. Nie dostrzega się różnic w zagrożeniach związanych z nabywaniem mienia i wnoszeniem aportów w spółkach publicznych (giełdowych) i prywatnych. W tych pierwszych zagrożenie jest większe i wymaga w odniesieniu do tych spółek bardziej rygorystycznych regulacji. Dające się zauważyć w literaturze prawniczej bagatelizowanie tego problemu może wynikać z faktu, że obejście przepisów o wnoszeniu aportów prawdopodobnie nie stanowiło dotychczas przedmiotu rozstrzygnięć polskich sądów¹⁷.

Należy jednak mieć na uwadze, że możliwości tworzenia bardziej rygorystycznych przepisów w kodeksie spółek handlowych w odniesieniu do ukrytych aportów są ograniczone przez dyrektywy, ale w pewnych kwestiach dają one ustawodawcy krajowemu pewną swobodę. W 2012 roku druga dyrektywa

¹³ K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 186.

¹⁴ Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. L 26 z dn. 31.01.1977 r., s. 1).

¹⁵ K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 186.

¹⁶ Report of the High Level Group of company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 20.12.2013 r., s. 83.

¹⁷ O braku rozstrzygnięć sądowych w tym zakresie pisze K. Oplustil (jest on przeciwnikiem bardziej rygorystycznych regulacji w odniesieniu do ukrytych aportów). Por. K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 219.

kapitałowa, przywoływana wcześniej, została przekształcona w dyrektywę 2012/30/UE z dn. 25.10.2012 r.¹⁸. Przeciwdziałać ukrytym aportom w tej dyrektywie ma art. 13 (dotyczący nabycia przez spółkę aktywu), którego odpowiednikiem w KSH jest art. 394. Okazuje się, że dyrektywa upoważnia do wydłużenia dwuletniego terminu transakcji nabycia mienia. W odniesieniu do spółek publicznych byłoby to uzasadnione.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w niemieckim orzecznictwie zwalczanie ukrytych aportów oparte jest na koncepcji, w myśl której nie ma znaczenia wartość nabywanego przez spółkę mienia, lecz wystarczające jest, że umowa stanowiąca podstawę wypłaty na rzecz akcjonariusza pozostaje w rzeczowym i czasowym związku z wniesieniem przez niego wkładu¹⁹. „Istnienie związku rzeczowego przyjmuje się wówczas, gdy akcjonariusz obiektywnie mógł wnieść zbywany spółce przedmiot majątkowy jako aport w zamian za obejmowane akcje”²⁰. Konsekwencją takiego podejścia do ukrytych aportów jest przysługujące spółce roszczenie o wniesienie wkładu pieniężnego w sposób należyty. Jednocześnie akcjonariuszowi przysługuje roszczenie o wydanie przedmiotu ukrytego aportu. Jak pisze K. Oplustil, dla akcjonariusza dotkliwy skutek polega na obowiązku ponownej wpłaty wkładu pieniężnego. Ma to zniechęcić do obchodzenia przepisów o wniesieniu aportów²¹.

4. Kreowanie sztucznych kapitałów

Z pewnym rodzajem ukrytych aportów mogą wiązać się inne negatywne konsekwencje, jeszcze bardziej niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych oraz prezentacji wiarygodnego obrazu bilansu spółki. Tak się dzieje, gdy ukryte aporty przybierają postać wzajemnych emisji akcji. Podwyższanie kapitału przeprowadzane w ten sposób może być różnie opłacane, ale zawsze

¹⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z 25 października 2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. UE nr L 315/74 z dn. 14.11.2012 r.).

¹⁹ K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 211.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibidem*.



oznacza tworzenie sztucznego kapitału i zmarginalizowanie pozostałych akcjonariuszy w wyniku rozwodnienia kapitału.

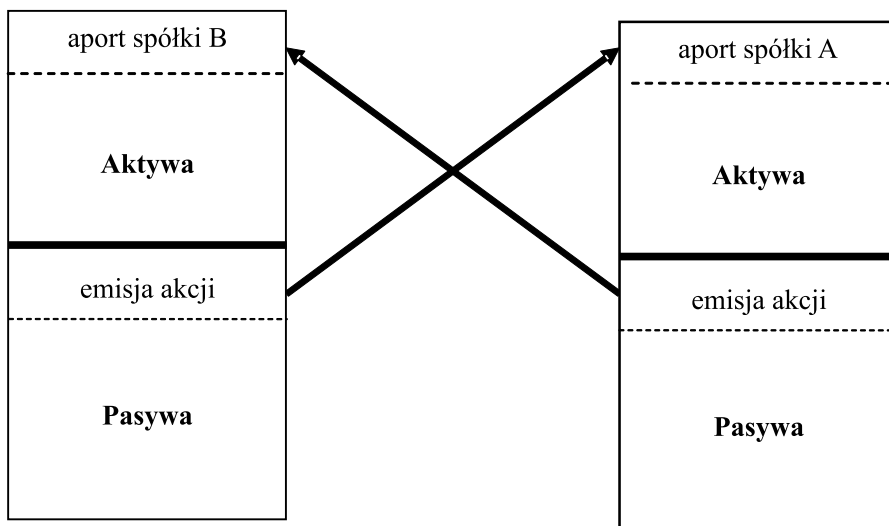
Podwyższenie kapitału w drodze wymiany akcji może być pokrywane:

- 1) wkładem pieniężnym,
- 2) akcjami.

W pierwszy przypadku mamy do czynienia z wzajemnie wnoszonymi wkładami pieniężnymi, co oznacza, że żadna ze spółek ostatecznie nic nie wydaje za otrzymane akcje, natomiast kapitał każdej z nich ulega podwyższeniu (rys. nr 1). Środki pieniężne mogą pochodzić z kredytu (otrzymanego pod zastaw kupionych akcji), który jest spłacany natychmiast po otrzymaniu zapłaty za akcje.

Negatywne konsekwencje takiego podwyższenia kapitału polegają na tym, że jest to wykreowany kapitał, niemający pokrycia w gotówce, ani w innym o konkretnej wartości aktywie, tylko w wyemitowanych akcjach.

RYSUNEK 1: *Wzajemne wnoszenie aportów*



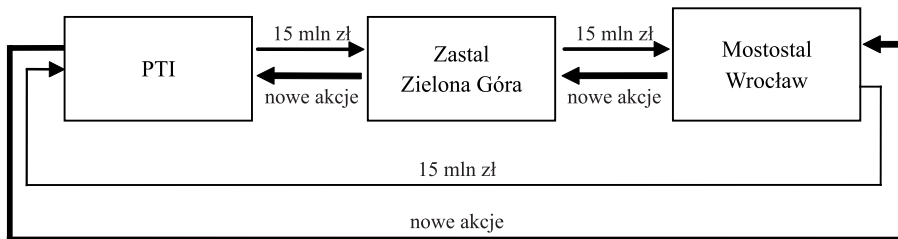
Źródło: oprac. własne.

Nie są to rozważania wyłącznie teoretyczne. Potwierdzają je przypadki zaobserwowane w spółkach notowanych na warszawskiej giełdzie. W jednym z takich przypadków mieliśmy do czynienia z kreowaniem kapitału w opisany wyżej sposób w trzech spółkach jednocześnie. W 2011 roku wyemitowane

zostały przez każdą z nich akcje, którym przypisano wartość 15 mln zł. Spółka PTI zakupiła akcje Zastalu (obie spółki notowane na giełdzie), Zastal kupił akcje Mostostalu Wrocław, a Mostostal Wrocław nabył akcje PTI. W ten sposób środki pieniężne ostatecznie nie zostały przez żadną z nich wydane, ale ich kapitały wzrosły o 15 mln zł (rys. 2).

Gdy uczestniczą w tych transakcjach trzy spółki, trudniej jest wykazać obejście przepisów o aportach, ponieważ nie mamy tu do czynienia z „nabyciem przez spółkę mienia od akcjonariusza ze środków udostępnionych przez tego akcjonariusza jako wkład pieniężny na pokrycie obejmowanych praw udziałowych”²². Każda ze spółek bowiem nabywa akcje ze środków pochodzących od innej spółki niż ta, która wniosła do niej wkład pieniężny. W rezultacie mamy do czynienia z obejmowaniem akcji formalnie za wkłady pieniężne. Przepływ środków pieniężnych i obejmowanych akcji ilustruje rys. 2.

RYSUNEK 2: *Wnoszenie ukrytych aportów*



Źródło: oprac. własne.

Jak widać, spółka PTI nabyła akcje Zastalu za 15 mln zł, odzyskując te środki pieniężne po otrzymaniu wkładu pieniężnego od Mostostalu Wrocław. Z kolei Zastal objął akcje Mostostalu Wrocław, a poniesiony na nie wydatek został mu „zwrócony” przez spółkę PTI, która nabyła akcje Zastalu. Ostatni w tej układance Mostostal Wrocław wydał 15 mln zł na kupno akcji PTI i odzyskał je od Zastalu, który zapłacił mu za jego akcje.

Jeszcze większe możliwości kreowania sztucznych kapitałów występują, gdy nie angażuje się środków pieniężnych. Emisje akcji o tej samej wartości kierowane są przez dwie spółki do siebie nawzajem, zapłata nie następuje, tylko dochodzi do potrącenia wzajemnych wierzytelności powstałych z tytułu niewniesionej opłaty za objęte akcje. W ten sposób kapitał może być podwyższony o dowolną kwotę.

²² A. Opalski, *Prawo...*, s. 415.

Odmianą takiej transakcji może być nabycie akcji spółki pochodzących nie z nowej emisji, tylko od jej właścicieli, przy czym opłata za nie zostaje wniesiona nowo wyemitowanymi akcjami. Tak postąpiła spółka Bioton, znany producent insuliny, przy zakupie udziałów w spółce Biolek, produkującej preparaty dla zwierząt, płacąc jej właścicielowi (cypryjskiej spółce) własnymi akcjami. Warto przytoczyć kilka dodatkowych szczegółów tej transakcji, które pozwolą wyjaśnić, jakie w praktyce mogą być negatywne konsekwencje obchodzenia przepisów o aporcie²³. Bioton nabył 100% udziałów na podstawie trzech umów zrealizowanych w latach 2011–2012. Przewidywały one dodatkowe premie (wyższe od ceny zakupu udziałów), gdy Biolek podpisze określone kontrakty handlowe. Cena nabycia 100% udziałów w spółce Biolek, wynikająca z tych umów, wyniosła 203 mln zł. W związku z nabyciem tych udziałów i wypłatą premii, Bioton wyemitował 2,65 mld akcji (przed ich emisją było 5,7 mld akcji). Biolek w 2011 roku nie uzyskał żadnych przychodów, a w 2012 roku wyniosły one symboliczne 82 tys. zł i w rezultacie wykazał stratę w wysokości 2,4 mln zł. Miało więc miejsce rozwodnienie kapitału na dużą skalę i głównie z tego powodu kurs akcji Biotonu spadł z ok. 0,10 do 0,02 zł.

Należy zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt tych emisji. Dotyczy on prezentacji w bilansie kapitałów własnych. Spółka nie może sprzedawać akcji poniżej wartości nominalnej akcji. W przypadku Biotonu, którego akcje miały wartość nominalną 0,20 zł i taka też była cena emisyjna, problem polegał na tym, że wartość nominalna była wyższa od ceny rynkowej (kurs akcji kształtował się na poziomie 0,08–0,10 zł). W rezultacie wartość nominalna wyemitowanych akcji była wyższa od ich wartości rynkowej (odpowiadającej wartości udziałów spółki Biolek ustalonej w umowach). W tej sytuacji w bilansie Biotonu kapitał zakładowy wykazany został na poziomie wyższym od wartości udziałów Bioleku zapisanej w aktywach (w skonsolidowanym bilansie było podobnie). Dla zachowania równowagi bilansowej, obniżone zostały odpowiednio kapitały rezerwowe. Z tytułu opisywanych transakcji w latach 2011–2012 kapitał zakładowy powiększył się o 529 mln zł, a wartość godziwa udziałów Bioleku wyniosła 206 mln zł. Różnica między tymi wartościami pomniejszyła kapitały rezerwowe, przez co na koniec 2012 roku miały

²³ Obejście to polegało na tym, że Bioton kupił udziały Bioleku (nie były w związku z tym aportem), tylko nie zapłacił za nie. Wyemitował jednocześnie akcje dla Bioleku, w zamian za wkład pieniężny. Powstałe w ten sposób u obu stron wierzytelności zostały wzajemnie potrącone.



one wartość ujemną (300,5 mln zł). W tym przypadku mamy do czynienia ze sztucznie stworzonym kapitałem zakładowym²⁴. Jest to sprzeczne z zasadą realnego wniesienia kapitału.

Do takiej sytuacji by nie doszło, gdyby można było posługiwać się akcjami nieposiadającymi wartości nominalnej²⁵. Wprowadzenie takich akcji i odejście od instytucji kapitału zakładowego jest od wielu już lat podnoszone w środowisku prawniczym. Twierdzi się, że funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego, mająca służyć ochronie wierzycieli, stwarza jedynie pozory ochrony i wprowadza wierzycieli w błąd co do rzeczywistej funkcji i charakteru kapitału zakładowego²⁶. Gdyby rzeczywiście kapitał zakładowy miał pełnić funkcję gwarancyjną, jego minimalna wysokość powinna być uzależniona od rozmiarów prowadzonej działalności. Również zakaz obejmowania akcji poniżej ich wartości nominalnej uważa się za niespełniający swojej roli. Rozwiązanie to „stanowi kwintesencję absurdu systemu kapitału zakładowego w zakresie pokrycia kapitału. Inaczej niż w przypadku wyceny wkładów przez biegłych rewidentów, regulacji tej nie da się usprawiedliwić ochroną współników przed rozwodnieniem, ponieważ dla efektu rozwodnienia miarodajne jest nie odniesienie do wartości nominalnej, lecz do rzeczywistej wartości akcji/udziałów”²⁷.

Przeciwnikom zmian w podejściu do kapitału zakładowego wskazuje się, że skuteczniejszy sposób ochrony wierzycieli – jak to ma miejsce w Stanach Zjednoczonych, gdzie odrzucono koncepcję kapitału zakładowego – „stanowią zabezpieczenia o charakterze umownym, dostosowane do potrzeb konkretnego wierzyciela i dłużnika”²⁸. Na szczeblu Unii Europejskiej podjęto próbę wypracowania koncepcji systemu ochrony wierzycieli alternatywnego wobec kapitału zakładowego. Jak dotychczas nie udało się uzgodnić poglądów w tym zakresie.

²⁴ Aby do tego nie dopuścić, można było obniżyć wartość nominalną akcji. Jednak kurs akcji na poziomie kilku groszy nie sprzyjał przeprowadzeniu takiej operacji. Wręcz przeciwnie, skłaniał do scalenia akcji i tak się stało w dn. 13 stycznia 2014 r., kiedy to akcje scalono w stosunku 100:1, a wartość nominalna akcji wzrosła z 0,20 do 20 zł.

²⁵ O zaletach akcji beznominałowych piszą **M. Cejmer, K. Zawicki**, *Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominałowe)*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka** (red.), *Europejskie...*, s. 101–174.

²⁶ **K. Oplustil**, *Wkłady...*, s. 182.

²⁷ **A. Radwan**, *Sens i nonsens kapitału zakładowego – przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka** (red.), *Europejskie...*, s. 77.

²⁸ **K. Oplustil**, *Wkłady...*, s. 182.



5. Zakończenie

Aporty mogą spełniać pożyteczną rolę, jednak w spółkach giełdowych bywają one wykorzystywane do przeprowadzania transakcji z samym sobą w postaci ukrytych aportów.

W wyniku takich aportów może dochodzić do tworzenia sztucznego kapitału, gdy emituje się akcje stanowiące zapłatę za wniesione akcje, które również pochodziły z emisji podyktowanej potrzebą zapłaty za otrzymane akcje. Gdy natomiast spółka za wyemitowane akcje nabywa mienie od akcjonariusza, zachodzi obawa, że wartość tego mienia może być zawyżona. Jest to tym bardziej prawdopodobne, jeśli tego typu nabycie nie jest traktowane jako aport, w związku z czym nie podlega wycenie przewidzianej dla aportów. W obu przypadkach dochodzi do rozwodnienia kapitału, na czym tracą wszyscy akcjonariusze poza tym, który wniósł aport. Zwrócono uwagę, że niekiedy ukryte aporty (np. opisany przypadek emisji akcji spółki Bioton) prowadzą do zniekształcania prezentowanych w sprawozdaniach finansowych kapitałów własnych. Ma to związek z instytucją kapitału zakładowego jako środkiem mającym chronić wierzycieli. Wskazano, że nie spełnia on swojej roli i przytoczono argumenty środowiska prawniczego, postulującego zmiany w podejściu do kapitału zakładowego.

Są to problemy, które dotyczą w szczególności spółek publicznych, a najbardziej tych, w których bierna postawa akcjonariuszy mniejszościowych sprawia, że dochodzi w spółce do emisji akcji pozwalających obejść przepisy o aportach. Przepisy kodeksu spółek handlowych pozwalają w łatwy sposób obchodzić procedurę wyceny wnoszonego do spółki aktywów. Liczne przypadki ukrytych aportów obserwowane w spółkach giełdowych świadczą o tym, że również kodeks dobrych praktyk spółek giełdowych, w tym wywodząca się z niego instytucja niezależnych członków rad nadzorczych, nie są w stanie zapobiec takim transakcjom.

Należy zwrócić uwagę na dające się zauważyć w przytoczonych opracowaniach, których autorami są prawnicy, bagatelizowanie zagrożeń związanych z wnoszeniem aportów. Tymczasem w spółkach publicznych kluczowy problem dotyczy ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Niedostrzeżenie tego zagadnienia przez legislatorów powoduje, iż regulacje kodeksowe są z reguły wspólne dla spółek publicznych i pozostałych spółek akcyjnych. Dlatego za uzasadniony należy uznać postulat, aby w kodeksie spółek handlowych wyraźnie



rozgraniczyć publiczne spółki i zamknięte (prywatne) spółki akcyjne i uznać, że spółka publiczna jest podstawową, a nie szczególną postacią spółki akcyjnej²⁹. Dzięki temu będzie można dostosować przepisy do warunków funkcjonowania spółek publicznych, których specyfika wynika z masowości akcjonariatu, różnorodności ścierających się interesów, rozdzielenia własności od zarządzania³⁰.

Bibliografia

Akty prawne:

- Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z dn. 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. L 26 z dn. 31.01.1977 r., s. 1).
- Dyrektywa 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 6 września 2006 r. zmieniająca Dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.U. UE L 264/32 z dn. 25.09.2006 r.).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z dn. 25 października 2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. UE nr L 315/74 z dn. 14.11.2012 r.).
- Ustawa z dn. 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz.U. z 2013 r. poz. 1030).

Opracowania:

- Adamska A.**, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2013.
- Bucior G, Kotyla C.**, *Wycena i ewidencja aportu zorganizowanej części przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wyd. Zarządz. UG 2009/4/1.
- Cejmer M., Zawicki K.**, *Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominalowe)*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.
- Napierała J., Sójka T.**, *Projekt modernizacji dyrektywy kapitałowej*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.
- Opalski A.**, *Prawo zgrupowań spółek*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2012.

²⁹ **A. Opalski, M. Romanowski**, *O potrzebie zasadniczej reformy polskiego prawa spółek*, Przegląd Prawa Handlowego 2008/6, s. 5.

³⁰ *Ibidem*, s. 10.



- Opalski A., Romanowski M.**, *O potrzebie zasadniczej reformy polskiego prawa spółek*, Przegląd Prawa Handlowego 2008/6.
- Oplustil K.**, *Wkłady niepieniężne w prawie europejskim i polskim – zdolność aportowa, zabezpieczenie należytej wyceny, ukryte aporty*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.
- Postrach K.**, *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, [w:] Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000.
- Postrach K.**, *Rola niezależnych członków rad nadzorczych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych w Polsce*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG 2009/1: *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*.
- Radwan A.**, *Sens i nonsens kapitału zakładowego – przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.

Strony internetowe:

Report of the High Level Group of company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002. http://ec.europa.eu/inter_nal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 20.12.2013 r.

Krzysztof POSTRACH

THE PROBLEMS OF HIDDEN CONTRIBUTIONS IN KIND IN PUBLIC COMPANIES

(Summary)

Transactions with himself are among the typical behaviors of a controlling shareholder who abuses his position in a public company. The article discusses hidden contributions in kind, which are the result of this type of behavior. It has been determined in which hidden contributions in kind differ from properly made contributions and what are the negative consequences of the former. The discussion includes the legal aspects of this phenomenon. Some cases of circumventing the contribution-in-kind regulations are described. Based on one of those cases, the issue of the suitability of the share capital as an institution designed to protect creditors is addressed. Consideration is given to the difficulties occurring in practice in combating the hidden contributions in kind.

Keywords: contribution in kind, hidden contribution in kind, contribution in-kind valuation, share capital