

ADAM SZYSZKA

WYKUP KREDYTOWANY SPÓŁKI (LBO) – PROBLEMY Z DŁUGIEM

WPROWADZENIE

Artykuł niniejszy poświęcony jest szczególnemu rodzajowi przejęcia spółki kapitałowej. Dotyczy on tzw. wykupu kredytowanego, tzn. nabycia pakietu kontrolnego spółki przez inwestorów, którzy nie angażują ze swojej strony znaczących środków własnych, a raczej posiłkują się dużą ilością finansowania zewnętrznego.

W krajach wysoko rozwiniętych transakcje wykupu kredytowanego odgrywają znaczącą rolę w życiu gospodarczym. Podstawową kwestią, która decyduje o wciąż rosnącej popularności tego typu transakcji, jest ich efektywność ekonomiczno-finansowa. Powszechnie uważane są one za jedną z najbardziej wydatnych form restrukturyzacji. Przyczyniają się do optymalizacji struktury finansowania i znacznego wzrostu jakości zarządzania przedsiębiorstwem. W skali mikro pociąga to za sobą wzrost wartości przejętej spółki i pozwala uzyskać inwestorom bardzo wysokie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W skali makro natomiast przyczynia się to do lepszego wykorzystania zasobów i potencjału drzemiącego w gospodarce, a co za tym idzie – do wyższej konkurencyjności całej gospodarki i szybszego wzrostu dochodu narodowego.

Polska już przez ponad dekadę należy do grona liderów transformacji ekonomiczno-systemowej wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W tym czasie istotnemu przeobrażeniu uległ m.in. polski rynek finansowy i kapitałowy, co stworzyło możliwości do przeprowadzania nowatorskich i nieco bardziej skomplikowanych transakcji, w tym także transakcji wykupu kredytowanego. Na obecnym etapie przekształceń systemowych w naszym kraju wykup kredytowany stanowi szczególnie istotne narzędzie restrukturyzacji. Wyczerpanie się prostych rezerw rozwoju gospodarczego powoduje, że dalsza skuteczność procesu transformacji zależeć będzie przede wszystkim od zwiększenia efektywności funkcjonowania poszczególnych przedsiębiorstw. Jednocześnie u progu wejścia do Unii Europejskiej wymagany jest szybki wzrost konkurencyjności polskich podmiotów, tak aby po całkowitej liberalizacji obrotu gospodarczego między krajami członkowskimi były one w stanie konkurować na wspólnym rynku. Wsparcie w osiągnięciu tego celu może płynąć właśnie z restrukturyzacji poprzez transakcję wykupu kredytowanego. W tym względzie instytucja ta może odegrać szczególnie pozytywną rolę.

Celem niniejszego opracowania jest usystematyzowane przedstawienie aspektów prawnych, towarzyszących transakcji wykupu kredytowanego, ze

szczególnym uwzględnieniem prawnej możliwości zabezpieczenia finansowania zewnętrznego przed przeprowadzeniem przejęcia, a także jego obsługi po uzyskaniu kontroli nad przejmowaną spółką. Rozważania prawne w tym zakresie zostały silnie osadzone w kontekście finansowym. Polska literatura prawno-ekonomiczna jest niezwykle uboga, jeżeli chodzi o pozycje poświęcone zagadnieniu wykupu kredytowanego. Autor pracy wyraża nadzieje, że niniejsze opracowanie stanie się zaczątkiem pogłębionej dyskusji w tym zakresie. Praktyka gospodarcza zgłasza bowiem wyraźne zapotrzebowanie na odpowiednią wiedzę i spójne stanowisko doktryny na temat aspektów prawnych transakcji wykupu kredytowanego.

1. KONSTRUKCJA TRANSAKCJI WYKUPU KREDYTOWANEGO

Wykup kredytowany (ang. *leveraged buy-out*, LBO) to proces przejęcia kontroli nad istniejącą spółką (Spółką-Celem) przez grupę aktywnych inwestorów (Grupę Inicjatywną) w celu przeprowadzenia restrukturyzacji lub innych działań zmierzających do podniesienia wartości tej spółki, a następnie jej odsprzedaży z zyskiem. Cechą charakterystyczną tego typu transakcji jest przede wszystkim bardzo wysoki udział instrumentów dłużnych w finansowaniu przejęcia, który w skrajnych przypadkach osiąga nawet 90%¹. Dług ten spłacany jest po dokonaniu przejęcia w większości ze środków wygenerowanych przez przejmowaną Spółkę-Cel. Grupa Inicjatywna angażuje w stosunku do wartości całej transakcji bardzo niewiele własnego kapitału².

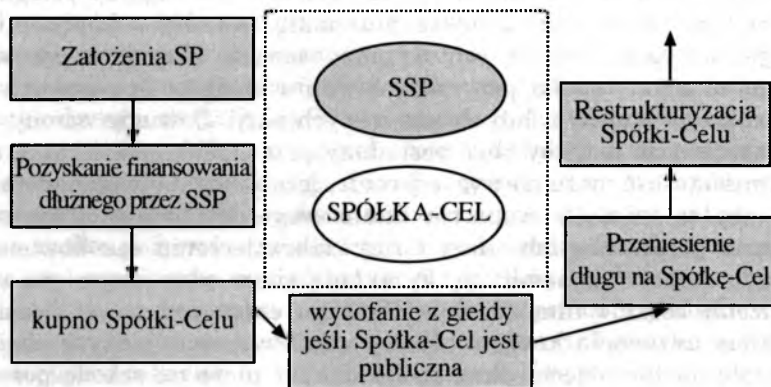
Przejęcie Spółki-Celu przez Grupę Inicjatywną, odbywa się zwykle za pośrednictwem specjalnie utworzonej na potrzeby tej transakcji spółki, którą w dalszych rozważaniach nazywać będziemy Spółką Specjalnego Przeznaczenia (SSP). Podmiot ten pozyskuje odpowiedniej wielkości finansowanie zewnętrzne, pozwalające nabyć pakiet kontrolny walorów Spółki-Celu. Proces nabycia akcji i przejęcia kontroli jest nieco bardziej skomplikowany, jeżeli Spółka-Cel jest spółką publiczną w rozumieniu ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi³. Wówczas po przejęciu kontroli SSP będzie zmierzać zazwyczaj do wycofania Spółki-Celu z obrotu publicznego. W kolejnym etapie SSP będzie dążyć do połączenia ze Spółką-Celem lub w inny sposób przeniesie dług na Spółkę-Cel albo zdecyduje się na prowadzenie bieżącej obsługi zadłużenia poprzez odpowiedni transfer środków ze Spółki-Celu. Po ustaleniu bezpiecznej konstrukcji obsługi finansowania obcego, które służyło pierwotnie do nabycia pakietu kontrolnego Spółki-Celu, następuje zwykle proces restrukturyzacji i zmian zwiększających efektywność działania Spółki-Celu, co przyczynia się do wzrostu jej wartości. Po

¹ M. Wrzesiński, *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania rozwoju w Polsce*, Wydawnictwo K.E.Liber, Warszawa 2002, s. 2.

² Porównaj definicje w: M. Wrzesiński, op. cit., s. 1-2, oraz W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1998, s. 87; J.A. Barlett, *Corporate Restructuring, Reorganization & Buyout*, Wiley & Sons, New York 1991, s. 1; G. Trencze, *How to do a Leveraged buyout*, 3rd edition, New York 1987, s. 8.

³ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U., Nr 118, poz. 754 z późn. zm.

skutecznym przeprowadzeniu restrukturyzacji i spłaty wraz z upływem czasu znacznej części zadłużenia inwestorzy, którzy dokonali wykupu kredytowanego często decydują się na wyjście z inwestycji poprzez odsprzedaż posiadanych akcji innym podmiotom lub (ponownie) wprowadzenie akcji na giełdę. Oczywiście cena za akcje zrestrukturyzowanej spółki zwykle jest istotnie wyższa od ceny nabycia w procesie wykupu kredytowanego.



Schemat 1. Typowe etapy transakcji wykupu kredytowanego.

Źródło: opracowanie własne

2. PROBLEM ZABEZPIECZENIA KREDYTU NA WYKUP SPÓŁKI

Jednym z najbardziej newralgicznych elementów transakcji wykupu kredytowanego jest kwestia przedstawienia stosownych zabezpieczeń kredytu, jaki Spółka Specjalnego Przeznaczenia musi zaciągnąć w celu sfinansowania nabycia Spółki-Celu. Najczęściej SSP nie może pochwalić się ani wystarczającym kapitałem własnym, ani odpowiednio długą historią działalności, stąd też wiarygodność kredytowa tego podmiotu, rozpatrywanego samodzielnie, jest bardzo niewielka. Dlatego też dla powodzenia całości transakcji niezbędne jest przedstawienie podmiotom finansującym dodatkowych zabezpieczeń, często pochodzących od samej Spółki-Celu.

2.1. Zakaz wspierania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia wyemitowanych akcji

Zgodnie z art. 345 § 1 k.s.h. spółka akcyjna „(...) nie może udzielać pożyczek, zabezpieczeń, zaliczkowych wypłat, jak również w jakiegokolwiek innej formie bezpośrednio lub pośrednio finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji”.

Powyższy przepis nie miał swojego odpowiednika w obowiązującym wcześniej kodeksie handlowym, a został wprowadzony do kodeksu spółek handlowych w ramach dostosowywania polskiego prawa do standardów europejskich. Nawiązuje on wyraźnie do art. 23 Drugiej Dyrektywy Unii Eu-

ropejskiej⁴. Jednakże w porównaniu z brzmieniem Dyrektywy, polski ustawodawca rozszerzył zakres tego przepisu, rozciągając zakaz nie tylko na wspieranie nabycia akcji (jak jest w Dyrektywie), ale również na wspieranie obejmowania nowych akcji.

Komentowany artykuł ma między innymi zapobiec możliwości uzyskania przez niektórych akcjonariuszy nieuzasadnionych dodatkowych korzyści w związku z uczestnictwem w spółce⁵. Korzyści te mogłyby polegać z jednej strony na ułatwionym zwiększaniu zaangażowania w kapitale i udziale w głosach przez niektórych dotychczasowych akcjonariuszy, wskutek wsparcia ze strony spółki przy pozyskiwaniu środków finansowych na nabycie w obrocie wtórnym lub objęcie nowych akcji. Z drugiej strony, niektórzy akcjonariusze mogliby zbyć posiadany przez siebie pakiet akcji z większą łatwością i być może po wyższej cenie, jeżeli mogliby wpłynąć na zarząd spółki, aby ta udzieliła wsparcia finansowego dla nowego akcjonariusza. Udzielenie poręczenia lub innej formy zabezpieczenia ma bowiem swoją określoną wartość ekonomiczną. Przekłada się między innymi na wymierne obniżenie kosztów finansowania dłużnego, często jest nawet zasadniczym warunkiem udzielenia kredytu. Jednocześnie wsparcie jednych akcjonariuszy w nabyciu lub objęciu akcji spółki działać może na szkodę pozostałych współwłaścicieli. Udzielenie poręczeń lub innych form zabezpieczenia powoduje bowiem wzrost ryzyka finansowego spółki, za który pozostali akcjonariusze nie otrzymują stosownej rekompensaty.

Wydaje się również, że art. 345 k.s.h., w szczególności w świetle jego rozszerzenia także o zakaz obejmowania nowych akcji, ma na celu zapobieżenie tworzeniu fikcji ekonomicznej, polegającej na finansowaniu kapitału zakładowego ze środków uzyskanych dzięki wsparciu ze strony spółki. Można sobie wyobrazić sytuację, gdy spółka podnosi kapitał o kwotę X, ale jednocześnie na tę samą sumę udziela poręczenia kredytu zaciągniętego przez akcjonariuszy w celu nabycia nowo wyemitowanych akcji. Poręczenie jest zobowiązaniem pozabilansowym, w związku z tym nie będzie figurować w księgach rachunkowych spółki. Zapisy księgowe odzwierciedlą zatem jedynie podwyższenie kapitału zakładowego, co zwiększy, przynajmniej pozornie, wiarygodność finansową tego podmiotu. W rzeczywistości jednak akcjonariusze nie dostarczyli spółce trwałego kapitału własnego. Jest to kapitał obcy (pochodzący z kredytu), choć wniesiony do spółki przez akcjonariuszy. W przypadku, gdy akcjonariusze nie wywiążą się ze spłaty zaciągniętego kredytu, bank zwróci się do spółki, w związku z udzielonym przez nią poręczeniem, o zaspokojenie roszczeń. Tym samym rzeczywiste zobowiązania spółki wzrosną, a suma kapitałów własnych netto (nie obciążonych długiem) nie zmieni się, pomimo wcześniejszego podwyższenia kapitału zakładowego. Komentowany artykuł zapobiega tego rodzaju kreatywnemu sposobowi podnoszenia kapitału zakładowego spółki i pozornemu zwiększaniu jej wiarygodności finan-

⁴ Druga Dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich z 13 grudnia 1976 r. w: *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie. Prawo gospodarcze*, pod red. nauk. M. Safiana, Instytut Wymiaru Sprawiedliwości, Oficyna Naukowa, Warszawa 2002, s. 134.

⁵ Por. *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, pod red. K. Kruczałaka, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2001, s. 558.

sowej. W tym kontekście wiąże on się z treścią poprzedzającego artykułu 344, który również dba o trwałość i stabilność kapitału zakładowego spółki.

Artykuł 345 k.s.h. stanowi również ochronę dla wierzycieli spółki, zapobiega bowiem obciążaniu majątku spółki ze szkodą dla wierzycieli. Wydaje się jednak, że jest to jedynie uboczny cel tego przepisu. Umieszczenie art. 345 w rozdziale 2, poświęconym prawom i obowiązkom akcjonariuszy, a także treść artykułu bezpośrednio poprzedzającego (art. 344) oraz bezpośrednio następującego (art. 346) wskazują, że głównym zamiarem ustawodawcy było ograniczenie możliwości uzyskiwania przez akcjonariuszy dodatkowych korzyści w związku z uczestnictwem w spółce oraz utrwalenie stabilności kapitału zakładowego spółki. Kwestia obrony interesów wierzycieli spółki wynika jedynie pośrednio, choć w sposób dość oczywisty, z ochrony trwałości i stabilności kapitału zakładowego. Ponadto, gdyby głównym zamiarem ustawodawcy rzeczywiście była troska o los wierzycieli, zapewne zakaz udzielania przez spółkę pożyczek, poręczeń lub innych zabezpieczeń na rzecz akcjonariuszy nie ograniczałaby się jedynie do przypadków wspierania nabycia lub objęcia akcji spółki, lecz także rozciągałby się na pomoc w jakiegokolwiek innej działalności finansowo-inwestycyjnej akcjonariuszy. Tymczasem komentowany przepis nie zakazuje np. udzielenia przez spółkę poręczenia akcjonariuszowi, który zaciąga w banku kredyt na budowę swojego domu.

Od rygorystycznego zakazu wspierania finansowania nabycia lub objęcia akcji emitowanych przez spółkę przepis art. 345 § 2 wprowadza dwa wyjątki. Pierwszy dotyczy spółek, które są instytucjami finansowymi i do przedmiotu ich działalności należy udzielanie pożyczek lub kredytów. Przykładowo, art. 345 § 1 nie będzie dotyczył banku, który w ramach zwykłej działalności udzieli swojemu akcjonariuszowi kredytu na sfinansowanie nabycia akcji tego banku. Warunki kredytu nie mogą jednak istotnie odbiegać od stosowanych w odniesieniu do pozostałych klientów banku, nie będących jego akcjonariuszami.

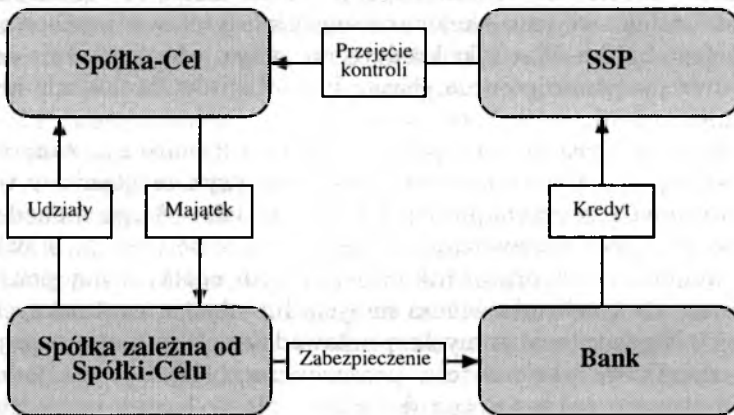
Drugi wyjątek wprowadzony przez art. 345 § 2 może być znacznie bardziej istotny z punktu widzenia możliwości jego wykorzystania w transakcjach lewarowanych, a przynajmniej w transakcjach wykupu menedżerskiego. Mianowicie, zakaz przewidziany w art. 345 nie dotyczy „(...) świadczeń dokonywanych na rzecz pracowników spółki lub spółki z nią powiązanej, a podejmowanych w celu ułatwienia nabycia lub objęcia emitowanych przez spółkę akcji”. Niewątpliwie zamysłem ustawodawcy było ułatwienie procesu tworzenia szerokiego akcjonariatu pracowniczego. Wydaje się jednak, że przepis ten stwarza także istotną dogodność dla wykupów menedżerskich. Zarząd spółki jest bowiem zwykle związany ze spółką umową o pracę, a zatem członkowie zarządu dokonujący wykupu menedżerskiego mogliby w świetle obowiązujących przepisów uzyskać wsparcie finansowe, np. pożyczkę lub poręczenie na zakup akcji spółki. Podobne stanowisko odnaleźć można także w literaturze komentującej przepisy art. 345 k.s.h.⁶

⁶ S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, tom III, *Komentarz do artykułów 301-458*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 336 oraz A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych*, t. I, *Komentarz do artykułów 301-633 k.s.h.*, Zakamycze 2002, s. 239.

Niemniej należy podkreślić, że ewentualne świadczenia ze strony spółki ułatwiające nabycie jej akcji mogą być dokonywane na rzecz pracowników, ale już nie na rzecz podmiotów założonych przez tych pracowników. Tak więc wsparcia ze strony Spółki-Celu nie może otrzymać Spółka Specjalnego Przeznaczenia, choćby wśród jej akcjonariuszy lub udziałowców występowali wyłącznie pracownicy Spółki-Celu. Jeżeli zatem menedżerowie będą chcieli dokonać wykupu korzystając z udogodnień art. 345 § 2, będą musieli występować w transakcji jako osoby fizyczne i osobiście przyjąć na siebie zadłużenie konieczne do sfinansowania wykupu oraz ryzyko wypłacalności i powodzenia całego procesu restrukturyzacji.

2.2. Wniesienie majątku Spółki-Celu do spółki zależnej

Ustawa nie zabrania wyraźnie spółce zależnej udzielania pomocy finansowej i wspierania nabycia akcji spółki macierzystej. Tym samym typowa struktura transakcji wykupu kredytowanego musiałaby zostać zmodyfikowana w ten sposób, aby pomiędzy Spółką Specjalnego Przeznaczenia a Spółką-Celem pojawił się trzeci podmiot, zależny od Spółki-Celu. Spółka-Cel wniosłaby całość lub część przedsiębiorstwa w rozumieniu art. 55¹ k.c. Utworzona spółka zależna od Spółki-Celu, wyposażona w odpowiedni majątek, udzieliłaby stosownych zabezpieczeń koniecznych do pozyskania przez SSP kredytu na zakup akcji Spółki-Celu. Dzięki temu SSP mogłaby przejąć kontrolę nad Spółką-Celem, a tym samym nad spółką zależną, do której wcześniej wniesiono majątek Spółki-Celu⁷.



Schemat 2. Transakcja nabycia Spółki-Celu przy zabezpieczeniu długu przez spółkę zależną.

Źródło: opracowanie własne.

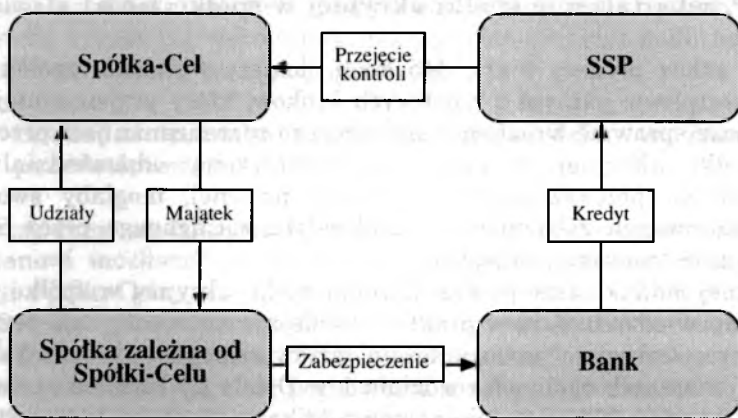
Niemniej przeprowadzenie transakcji wykupu kredytowanego zgodnie z przedstawioną powyżej zmodyfikowaną propozycją może być wysoce kontrolersyjne. Wniesienie przez Spółkę-Cel całości lub znacznej części swoje-

⁷ Por. Z. Więckowski, *LBO i MBO. Meandry prawa*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 11/131, s. 93-95.

go majątku do spółki zależnej tak, aby ta mogła udzielić zabezpieczeń w celu nabycia akcji Spółki-Celu może być postrzegane jako czynność mająca na celu obejście przepisów art. 345 k.s.h. Bez znaczenia w tym przypadku pozostaje fakt, że ustawa nie zabrania spółce zależnej wspierania nabywania akcji spółki dominującej. Samo przeniesienie majątku Spółki-Celu na spółkę zależną jest bowiem czynnością prawną zmierzającą do obejścia zakazu płynącego z art. 345 k.s.h. Tym samym czynność prawna, na skutek której wniesiony został majątek do spółki zależnej, będzie nieważna, co z kolei pociągnie za sobą nieważność udzielonych przez spółkę zależną zabezpieczeń.

2.3. Wniesienie akcji Spółki-Celu do spółki dominującej

Odmienne może się jednak ukształtować sytuacja, gdy transakcja wykupu kredytowanego zostanie zmodyfikowana tak, aby pomiędzy Spółką Specjalnego Przeznaczenia a Spółką-Celem pojawił się trzeci podmiot, w stosunku do którego Spółka-Cel byłaby zależna. Sprzedający akcjonariusze winni wnieść zatem pakiet posiadanych akcji Spółki-Celu do nowo powołanej spółki, nazwijmy ją Spółką Pośrednią, która będzie pełnić rolę podmiotu dominującego wobec Spółki-Celu. Spółka Specjalnego Przeznaczenia nabyłaby akcje Spółki Pośredniej, stając się tym samym pośrednio właścicielem



Schemat 3. Transakcja przejęcia kontroli nad Spółką-Celem z wykorzystaniem pośredniej spółki dominującej.

Źródło: opracowanie własne.

ciem akcji Spółki-Celu i uzyskując kontrolę nad Spółką-Celem. Wydaje się, że w takiej konstrukcji prawnej Spółka-Cel mogłaby swobodnie, bez naruszania art. 345 k.s.h., zastawić swój majątek, udzielić gwarancji, poręczeń lub innych zabezpieczeń w celu pozyskania przez Spółkę Specjalnego Przeznaczenia finansowania na nabycie akcji Spółki Pośredniej.

Przeprowadzenie transakcji wykupu kredytowanego według powyższej modyfikacji nie powinno być postrzegane, jako naruszenie lub próba obejścia przepisów art. 345 k.s.h. Nie mamy w tym przypadku bowiem do czynienia z czynnością prawną dokonywaną przez Spółkę-Cel w celu obejścia ciążącego

na niej zakazu, ale z czynnością prawną części dotychczasowych akcjonariuszy tej spółki, którzy postanawiają wnieść posiadane akcje do nowo utworzonej spółki dominującej wobec Spółki-Celu. Przedmiotem nabycia przez SSP są akcje spółki dominującej, a nie akcje Spółki-Celu. Tymczasem ustawa nie zabrania spółce zależnej, ani też akcjonariuszom spółki zależnej wspierać nabycia lub objęcia akcji spółki dominującej. Podobne stanowisko odnaleźć można m.in. w publikacjach K. Korzeniewskiego⁸ oraz A. Kidyby⁹. Cytowani autorzy uważają, że zakaz udzielania pomocy, o którym mowa w art. 345 k.s.h., nie dotyczy spółek zależnych. Wniosek taki wypływa, ich zdaniem, z ogólnie przyjętych zasad techniki legislacyjnej, zgodnie z którymi adresat normy nie może być wskazany w drodze interpretacji, w szczególności w przypadku norm o charakterze zakazującym. Ponadto normy zakazujące muszą być interpretowane ściśle, a interpretacja rozszerzająca jest w tym przypadku niedopuszczalna. W art. 345 k.s.h. jeden adresat normy został wyraźnie wskazany, nie ma zatem podstaw, by poszukiwać innego, np. spółki zależnej, w drodze rozszerzającej interpretacji. Pogląd taki zdaje się być tym bardziej uzasadniony, że w innych przepisach k.s.h., gdy adresatem normy jest nie tylko podmiot dominujący, ale i zależny, przepisy w sposób wyraźny to precyzują (np. art. 362 § 4, art. 387 § 3, art. 394 § 2 k.s.h.).

2.4. Przekształcenie spółki akcyjnej w spółkę z o.o.

Skoro zakaz płynący z art. 345 k.s.h. dotyczy wyłącznie spółek akcyjnych, niewątpliwie jednym z możliwych kroków, który przynajmniej teoretycznie może sprawiać wrażenie najprostszego rozwiązania, jest przekształcenie spółki akcyjnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. Spółka-Cel, po przekształceniu jej formy prawnej, mogłaby swobodnie udzielić stosownych zabezpieczeń dla kredytu zaciąganego przez SSP na sfinansowanie transakcji przejęcia.

Niemniej jednak samo przekształcenie spółki akcyjnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością w praktyce wcale nie musi odbyć się bezproblemowo. Poza szeregiem uwarunkowań przewidzianych dla przekształceń spółek w przepisach ogólnych rozdziału 1 w Dziale III kodeksu spółek handlowych (art. 551-570), istnieje również kilka warunków, które wynikają z bardziej szczegółowych uregulowań, dotyczących przekształcania spółki kapitałowej w inną spółkę kapitałową.

Po pierwsze, dla przekształcenia spółki akcyjnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością wymagana jest uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy podjęta większością kwalifikowaną trzech czwartych głosów, w obecności akcjonariuszy reprezentujących co najmniej połowę kapitału akcyjnego spółki (art. 562 § 1 oraz art. 577 § 1, pkt 1 k.s.h.). A zatem, nie można wykorzystać tej drogi do udzielenia zabezpieczeń przez Spółkę-Cel, jeżeli nie opowiada się za tym zdecydowana większość jej akcjonariuszy. Istotny w tym przypadku jest zarówno udział w kapitale (minimalne kwo-

⁸ K. Korzeniewski, *Wątpliwości i możliwe interpretacje*, „Rzeczpospolita” 2001, nr 7, s. 12.

⁹ A. Kidyba, op. cit., s. 238.

rum), jak i udział w głosach na walnym zgromadzeniu (kwalifikowana większość).

Po drugie, nawet jeżeli za przeprowadzeniem transakcji kredytowanej przy udziale zabezpieczeń ze strony Spółki-Celu opowiadałaby się wystarczająca liczba akcjonariuszy, to brak zgody pozostałej części wspólników na przekształcenie w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością może wiązać się z koniecznością istotnych wydatków ze strony przekształcanej spółki. Jeżeli bowiem wspólnicy ci nie wyrażą chęci uczestniczenia w spółce przekształcanej, wówczas zgodnie z art. 565 § 1 k.s.h. przysługiwać im będzie roszczenie o wypłatę kwoty odpowiadającej wartości ich akcji w spółce przekształcanej. Spółka zobowiązana jest dokonać stosownej wypłaty nie później niż w terminie sześciu miesięcy od dnia przekształcenia lub sześciu miesięcy od dnia zgłoszenia roszczenia, jeżeli zgłoszenie nastąpiło po dniu przekształcenia (art. 565 § 2 k.s.h.).

Obowiązek wynikający z art. 565 k.s.h. może mieć istotne konsekwencje finansowe dla zachowania płynności finansowej i wykonalności całego przedsięwzięcia wykupu kredytowanego. Mianowicie, po przekształceniu Spółka-Cel będzie musiała funkcjonować przy zmniejszonej ilości kapitału własnego i jednocześnie istotnie wyższym poziomie zobowiązań. Po przeprowadzeniu transakcji przejęcia, w stosunkowo krótkim czasie, Spółka-Cel będzie musiała także z własnych przepływów pieniężnych dokonać zarówno wypłaty dla byłych już wspólników, jak również obsłużyć zadłużenie wynikające z kredytowania transakcji przejęcia.

2.5. Sprzedaż przedsiębiorstwa Spółki-Celu w rozumieniu przedmiotowym

Jeszcze inną modyfikację standardowej transakcji wykupu kredytowanego stanowi możliwość nabycia przez Spółkę Specjalnego Przeznaczenia nie akcji Spółki-Celu, ale jej majątku. Innymi słowy, SSP może kupić od Spółki-Celu zorganizowaną część lub całość przedsiębiorstwa w rozumieniu art. 55¹ k.c., nie przejmując kontroli nad Spółką-Celem, która pozostanie podmiotem niezależnym, choć pozbawionym całego lub większości majątku.

Spółka Specjalnego Przeznaczenia w pierwszej kolejności musi otrzymać od banku kredytującego promesę udzielenia kredytu, następnie na podstawie promesy zawiera ze Spółką-Celem umowę sprzedaży przedsiębiorstwa, przy czym zwykle umowa przewiduje nieco odroczony termin zapłaty ceny transakcji. Po przeniesieniu własności przedsiębiorstwa na SSP, ustanowione zostają niezbędne zabezpieczenia na nowo nabytym majątku. Dopiero wówczas bank uruchomi kredyt, który posłuży zapłaceniu ceny na rzecz Spółki-Celu.

Na drodze do realizacji powyższej formy przejęcia kredytowanego stoi kilka zasadniczych przeszkód, z których niektóre są natury formalnej, a inne praktycznej. Po pierwsze, w celu sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części konieczna jest uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy Spółki-Celu, podjęta kwalifikowaną większością co najmniej trzech czwartych głosów (art. 415 k.s.h.). Tym samym strona sprzedająca takiej

transakcji musi dysponować odpowiednio dużym pakietem akcji Spółki-Celu, a nie tylko ponad połową głosów na walnym zgromadzeniu.

Problemem natury praktycznej w Polsce jest długi okres oczekiwania na dokonanie stosownych wpisów do ksiąg wieczystych nieruchomości, wchodzących w skład przejmowanego przedsiębiorstwa. Bez wpisu o przeniesieniu własności nie SSP nie może ustanowić hipoteki na zabezpieczenie zaciągniętego przez nią kredytu.

Nabycie przedsiębiorstwa w znaczeniu przedmiotowym jest również często mniej korzystne od przejęcia kontroli nad Spółką-Celem ze względów podatkowych, i to zarówno dla nabywcy, jak i sprzedającego. Nabywająca SPP po zakupie przedsiębiorstwa nie może rozliczać dla celów podatkowych ewentualnych strat, jakie przejęte przedsiębiorstwo mogło generować w latach poprzednich. Z kolei dla sprzedającej Spółki-Celu cena transakcji stanowi przychód podatkowy, podczas gdy kosztem podatkowym jest wartość księgowa netto sprzedanego majątku. Jeżeli zatem cena sprzedaży przewyższa wartość księgową, od nadwyżki tej Spółka-Cel jest zobowiązana zapłacić podatek dochodowy od osób prawnych. Na tym konsekwencje podatkowe się jednak nie kończą. Kwota uzyskana ze sprzedaży może być bowiem opodatkowana aż dwukrotnie. Po raz drugi będzie ona obłożona podatkiem w przypadku, gdy Spółka-Cel będzie chciała przetransferować uzyskaną kwotę do swoich akcjonariuszy. Wówczas trzeba będzie uiścić podatek od dywidendy lub podatek od alternatywnej formy transferu, czyli od umorzenia akcji.

3. PRZENIESIENIE DŁUGU NA PRZEJĘTĄ SPÓŁKĘ PO PRZEPROWADZENIU TRANSAKCJI

Dług zaciągnięty na nabycie udziałów lub akcji Spółki-Celu po przeprowadzeniu transakcji przejęcia może być obsługiwany na kilka sposobów. Po pierwsze, może zostać przeniesiony na Spółkę-Cel lub podmiot powstały z połączenia Spółki-Celu i SSP, jeżeli do takiego połączenia dojdzie. Przeniesienie długu nie zawsze musi mieć jednak charakter formalny i wynikać z sukcesji praw i obowiązków. Można bowiem dokonać faktycznego przeniesienia zadłużenia na Spółkę-Cel, w rozumieniu finansowym, przy czym z prawnego punktu widzenia może to być nowe zobowiązanie, zaciągnięte przez inny podmiot. Niezależnie jednak, czy przeniesienie ma charakter formalny w rozumieniu prawnego przejęcia zobowiązania, czy jedynie faktyczny w rozumieniu finansowym, ostatecznie wynikiem przeniesienia jest sytuacja, w której dłużnikiem zostaje przejęta spółka lub podmiot powstały w wyniku połączenia spółki przejmującej i przejętej.

3.1. Połączenie SSP i Spółki-Celu

Połączenie SSP i Spółki-Celu wydaje się teoretycznie najprostszym sposobem na obsługę zadłużenia, zaciągniętego na sfinansowanie transakcji przejęcia, niemniej w praktyce rozwiązanie to może być stosunkowo skomplikowane. W tym miejscu nie będziemy omawiać szczegółowo procesu łą-

czenia spółek kapitałowych, regulowanego w art. 491-516 k.s.h., gdyż wykracza to poza zakres niniejszego opracowania. Przedstawione zostaną jedynie kwestie istotne z punktu widzenia wykonalności i możliwości wykorzystania instytucji łączenia spółek w obsłudze transakcji wykupu kredytowanego.

Zgodnie z art. 492 § 1 k.s.h. połączenie spółek może dokonać się na dwa zasadnicze sposoby. Po pierwsze, w drodze tzw. łączenia przez przejęcie, czyli przez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej na spółkę przejmującą za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wyda wspólnikom spółki przejmowanej. W rezultacie takiego połączenia spółka przejmowana straci swój byt prawny w momencie wpisania połączenia do rejestru sądowego (art. 493 § 2 k.s.h.), a spółka przejmująca będzie kontynuować działalność. Drugim sposobem połączenia jest zawiązanie nowej spółki kapitałowej, na którą przeniesiony zostanie majątek wszystkich łączących się spółek w zamian za udziały lub akcje nowej spółki. W takim przypadku kończy się byt prawny obu łączących się spółek (art. 493 § 2 k.s.h.), a powstaje w ich miejsce nowy podmiot prawny dysponujący ich połączonym majątkiem¹⁰.

W praktyce przejęć kredytowanych, jak było to już zaznaczone wcześniej, Spółka Specjalnego Przeznaczenia jest na ogół podmiotem powołanym specjalnie na potrzeby przejęcia kontroli nad Spółką-Celem i nie dysponuje ani odpowiednią renomą, ani długą historią działalności, często w przeciwieństwie do przejmowanej Spółki-Celu. W związku z tym połączenie tych spółek odbywać się będzie zwykle poprzez formalne przejęcie SSP przez Spółkę-Cel, a nie odwrotnie, choć w rzeczywistości to właśnie SSP wcześniej przejmuje kontrolę nad Spółką-Celem. Rozwiązanie takie pozwoli kontynuować istnienie i tradycję Spółki-Celu, a zakończy mało istotną historię SSP.

Spółka-Cel, która formalnie staje się spółką przejmującą, wstępuje z dniem połączenia we wszystkie prawa i obowiązki przejmowanej SSP (art. 494 § 1 k.s.h.). Kredyt zaciągnięty przez SSP zostaje zatem automatycznie przeniesiony na podmiot pozostały po połączeniu, czyli na Spółkę-Cel, która będzie kontynuowała jego spłatę¹¹. Udziałowcy lub akcjonariusze SSP, czyli Grupa Inicjatywna transakcji wykupu kredytowanego, w zamian za walory SSP otrzymują udziały lub akcje Spółki-Celu, zgodnie z ustalonym w planie połączenia parytetem wymiany (art. 499 k.s.h.). Dla Grupy Inicjatywnej z pewnością istotne jest, aby parytet wymiany udziałów lub akcji ustalony był w ten sposób, żeby w wyniku połączenia nie utracić kontroli w Spółce-Celu.

Należy także pamiętać, że majątek SSP w zdecydowanej większości stanowią aktywa finansowe, na które składają się wcześniej nabyte, dające kontrolę, udziały lub akcje Spółki-Celu. W wyniku połączenia Spółka-Cel stanie się zatem właścicielem znacznej ilości swoich własnych udziałów lub akcji. Wówczas, zgodnie z art. 515 § 1 k.s.h., połączenie może nastąpić bez koniecz-

¹⁰ Więcej zob. M. Borkowski, *Łączenie się spółek akcyjnych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001, s. 8.

¹¹ W. Oleś, M. Rodzyńkiewicz, *Koncentracja i przekształcenia podmiotów gospodarczych – zagadnienia wybrane*, Część I. *Fuzje spółek akcyjnych – podstawowe aspekty prawne*, Warszawa 1998, s. 69.

ności podnoszenia kapitału zakładowego Spółki-Celu. Udziały te lub akcje mogą zostać wydane udziałowcom lub akcjonariuszom SSP w zamian za udziały lub akcje w spółce przejmowanej. Jeżeli wartość udziałów lub akcji SSP jest niższa niż wartość posiadanych przez ten podmiot udziałów lub akcji Spółki-Celu (przypadek prawdopodobny ze względu na jednoczesne duże zadłużenie SSP), wówczas Spółka-Cel przekaze udziałowcom lub akcjonariuszom SSP jedynie część nabytych w drodze połączenia udziałów lub akcji własnych. Pozostałe walory powinny zostać zbyte w ciągu roku od dnia połączenia (art. 200 § 2, art. 363 § 4 k.s.h.) lub, jeżeli nie nastąpi to we wskazanym terminie, powinny zostać umorzone (art. 200 § 2, art. 363 § 5 k.s.h.).

Przejęcie SSP przez Spółkę-Cel zwykle drastycznie pogarsza sytuację finansową Spółki-Celu, gdyż w wyniku połączenia zostaje ona obciążona znacznymi zobowiązaniami SSP. Zabieg taki może być postrzegany jako niekorzystny dla wierzycieli Spółki-Celu. Przepisy kodeksowe przewidują jednak stosowną ochronę wierzycieli przy łączeniu się spółek. Art. 495 § 1 k.s.h. narzuca obowiązek oddzielnego zarządzania majątkiem każdej z łączących się spółek, aż do dnia zaspokojenia lub zabezpieczenia wierzycieli, których wierzytelności powstały przed dniem połączenia, a którzy w terminie sześciu miesięcy od dnia ogłoszenia o połączeniu zażądali na piśmie zapłaty wierzytelności.

Natomiast zgodnie z art. 496 § 1 k.s.h., w okresie odrębnego zarządzania majątkami łączących się spółek wierzycielom każdej z nich służy pierwszeństwo zaspokojenia z majątku swojej pierwotnej dłużniczki przed wierzycielami drugiej łączącej się spółki. Prawo pierwszeństwa w zaspokojeniu służy wszystkim wierzycielom spółki, a nie tylko tym, którzy wcześniej wystąpili z pisemnym żądaniem zapłaty, o którym mowa w art. 495 § 1 k.s.h.¹²

A zatem, w przypadku utraty przez Spółkę-Cel płynności finansowej i trudności w obsłudze zadłużenia po połączeniu, jej wierzyciele, których wierzytelności powstały przed datą połączenia, mieliby pierwszeństwo w zaspokojeniu roszczeń przed bankiem posiadającym roszczenie z tytułu niespłaconego kredytu, zaciągniętego pierwotnie przez SSP.

Kolejną instytucję ochronną wierzycieli przewiduje przepis art. 496 § 2 k.s.h. Uprawnia on wierzycieli, którzy zgłosili swoje roszczenia w terminie sześciu miesięcy od dnia połączenia i uprawdopodobnili, że ich zaspokojenie jest zagrożone przez połączenie, do żądania stosownego zabezpieczenia swoich roszczeń. Zaspokojenie lub zabezpieczenie wierzycieli w momencie połączenia może być niełatwe, mając na względzie, że majątek Spółki-Celu już wcześniej mógł w sposób bezpośredni lub pośredni zostać wykorzystany dla zabezpieczenia kredytu zaciągniętego przez SSP na sfinansowanie wykupu pakietu kontrolnego udziałów lub akcji Spółki-Celu. Ponadto, zaspokojenie wielu wierzycieli w stosunkowo krótkim okresie czasu, przy jednocześnie planowanych obciążeniach związanych z obsługą długu SSP, mogłoby być trudne do wykonania z finansowego punktu widzenia.

¹² Por. *Kodeks spółek handlowych*, op. cit., s. 789 oraz M. Rodzyńkiewicz, *Łączenie się spółek. Komentarz*, Wydawnictwo Lexis Nexis, Warszawa 2002, s. 69-73.

Kodeks spółek handlowych wprowadza rygorystyczne wymogi odnośnie trybu powzięcia uchwały zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia o połączeniu. Zasadniczo, zgodnie z art. 506 § 1 k.s.h. uchwała taka musi zostać przyjęta większością trzech czwartych głosów, reprezentujących co najmniej połowę kapitału zakładowego. Nieco łagodniejsze warunki przewidziane są dla spółek publicznych (art. 506 § 2 k.s.h.), w przypadku których dla przyjęcia uchwały o połączeniu konieczna jest większość dwóch trzecich głosów i nie ma wymogu kworum. Zarówno dla spółek publicznych, jak i niepublicznych statut może przewidywać jednak jeszcze surowsze warunki przyjęcia uchwały połączeniowej. Dodatkowy wymóg przewidziany jest w art. 506 § 3 k.s.h. w stosunku do spółki akcyjnej, w której występują akcje różnego rodzaju. W takiej spółce uchwała o połączeniu powinna zostać przyjęta w trybie głosowania oddzielnymi grupami. Rozumieć należy, że chodzi w tym przypadku o grupy reprezentujące określony rodzaj akcji (np. akcje zwykłe, uprzywilejowane, upośledzone – świadectwa użytkowe)¹³.

Z powyższych względów SSP musi zatem posiadać pakiet udziałów lub akcji Spółki-Celu, dający jej odpowiednio duży udział w głosach. Pomimo posiadania przez SSP dużego pakietu walorów Spółki-Celu, może się jednak zdarzyć, że Grupa Inicjatywna utraci kontrolę nad Spółką-Celem po przeprowadzeniu połączenia i wymianie udziałów lub akcji SSP na udziały lub akcje Spółki-Celu. Sytuacja taka może wynikać często z nieporównywalnie mniejszej wartości udziałów lub akcji SSP w porównaniu z wartością udziałów lub akcji Spółki-Celu. Pomimo iż zasadniczą część majątku SSP stanowi nabyty wcześniej większościowy pakiet walorów Spółki-Celu, jego wartość jest jednak jednocześnie obciążona znacznym zadłużeniem, z pomocą którego finansowano przecież nabycie tych walorów. Bilansowa wartość netto majątku SSP jest zatem relatywnie niewielka, co z kolei przełoży się na parytet wymiany udziałów lub akcji SSP na udziały lub akcje Spółki-Celu. Grupa Inicjatywna musi się wystrzegać przeprowadzenia połączenia spółek, jeżeli w jego wyniku miałyby utracić kontrolę nad Spółką-Celem. Wówczas bowiem prowadzenie zamierzonego procesu restrukturyzacji Spółki-Celu byłoby niewątpliwie utrudnione.

W końcu problemem przy łączeniu spółek jest także możliwość zaskarżenia uchwały połączeniowej przez udziałowców lub akcjonariuszy mniejszościowych, niezadowolonych z takiego zabiegu. Co prawda art. 509 § 3 wyłącza możliwość zaskarżenia uchwały jedynie ze względu na zastrzeżenia dotyczące parytetu wymiany udziałów lub akcji między spółką przejmującą i przejmowaną, niemniej jednak, szczególnie w przypadku połączeń towarzyszących procesowi wykupu kredytowanego, istnieć mogą inne podstawy do zaskarżenia uchwały. Przeprowadzenie połączenia SSP i Spółki-Celu jest niewątpliwie bardziej korzystne dla Grupy Inicjatywnej niż dla pozostałych po wykupie udziałowców lub akcjonariuszy mniejszościowych Spółki-Celu. Operacja taka umożliwi bowiem przeniesienie zadłużenia SSP na Spółkę-Cel, które posłużyło wcześniej do nabycia pakietu kontrolnego Spółki-Celu,

¹³ Por. *Kodeks spółek handlowych*, op. cit., s. 797.

a które będzie następnie spłacane z przepływów pieniężnych generowanych przez Spółkę-Cel. Innymi słowy Grupa Inicjatywna za pośrednictwem SSP przejęła kontrolę nad Spółką-Celem inwestując stosunkowo niewiele własnego kapitału, a następnie spłaca zadłużenie z pieniędzy wypracowywanych przez Spółkę-Cel. W wyniku połączenia Spółki-Celu z wysoce zadłużoną SSP, istotnie wzrośnie ryzyko finansowe podmiotu po połączeniu. Według jednej z naczelných zasad teorii finansów, wzrost ryzyka winien być zawsze rekompensowany wyższą oczekiwaną stopą zwrotu. Tak jest również w przypadku transakcji wykupu kredytowanego. Niemniej jednak rozkład wyższej oczekiwanej stopy zwrotu pomiędzy współników Spółki-Celu nie jest równomierny. Jeżeli proces wykupu kredytowanego oraz restrukturyzacji Spółki-Celu powiedzie się, zyskają wszyscy, choć w zróżnicowanym stopniu. Stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału własnego będą istotnie wyższe (dzięki kredytowaniu transakcji) dla Grupy Inicjatywnej, niż dla pozostałych udziałowców lub akcjonariuszy¹⁴. Natomiast w przypadku ewentualnego fiaska procesu restrukturyzacji i kłopotów finansowych Spółki-Celu, w szczególności trudności ze spłatą zadłużenia lub nawet ewentualnej upadłości podmiotu, straty poniesione przez Grupę Inicjatywną będą niewspółmiernie niższe od strat poniesionych przez pozostałych współników. Ograniczą się one jedynie do stosunkowo niewielkiej ilości zainwestowanych własnych środków, podczas gdy pozostali udziałowcy akcjonariusze mogą stracić mogą nawet całość kapitału wniesionego do spółki.

Mając na uwadze powyższą argumentację, można przypuszczać, że uchwała o połączeniu SSP i Spółki-Celu mogłaby zostać zaskarżona na mocy art. 249 lub art. 422 k.s.h., w drodze powództwa o uchylenie uchwały, powołując się na dobre obyczaje (w tym wypadku na teorię finansów i relację ryzyka do oczekiwanej stopy zwrotu) oraz w związku z pokrzywdzeniem niektórych udziałowców lub akcjonariuszy (rażąco nierówny rozkład oczekiwanej stopy zwrotu między współnikami). Samo wytoczenie takiego powództwa co prawda nie wstrzymuje automatycznie rejestracji połączenia, jednakże sąd rejestrowy może zawiesić postępowanie po przeprowadzeniu rozprawy (art. 249 § 2 lub art. 423 § 1 k.s.h.). Autor nie zna orzecznictwa w podobnej sprawie w Polsce. Niezależnie jednak od faktu uznania lub oddalenia takiego powództwa, samo wydłużenie procesu łączenia spółek mogłoby stanowić istotny problem dla SSP ze względu na nagłą konieczność bieżącej obsługi długu.

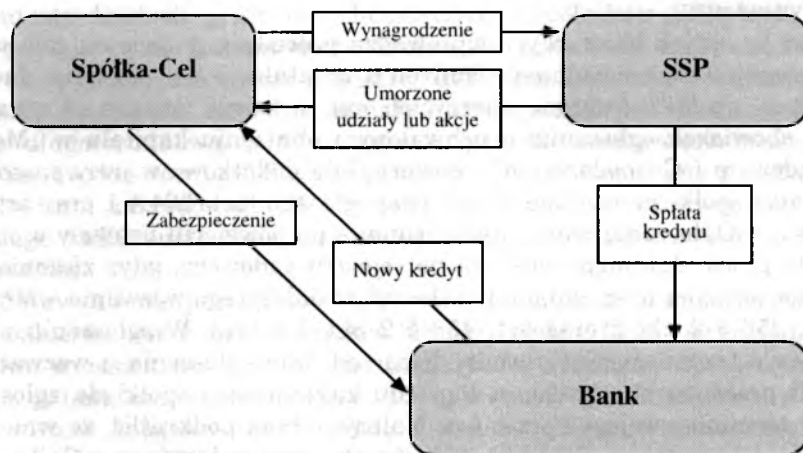
3.2. Umorzenie udziałów lub akcji Spółki-Celu

Jednym ze sposobów przeniesienia zadłużenia SSP na Spółkę-Cel bez formalnego połączenia tych podmiotów jest pozyskanie przez Spółkę-Cel nowego finansowania dłużnego, które posłuży do wykupu udziałów lub akcji

¹⁴ Stopa zwrotu definiowana jest w finansach jako relacja zysku z danej inwestycji do wielkości zainwestowanego w tą inwestycję kapitału. Ponieważ Grupa Inicjatywna inwestuje stosunkowo niewiele własnych środków na zakup każdego udziału lub akcji Spółki-Celu (duża część finansowana jest kredytem, przerzuconym następnie na Spółkę-Cel), ten sam wzrost wartości udziału lub akcji będzie wywoływał dużo wyższą stopę zwrotu dla Grupy Inicjatywnej niż dla pozostałych akcjonariuszy.

własnych tej spółki w celu ich umorzenia, co będzie się wiązać z jednoczesnym obniżeniem kapitału zakładowego. Wykupowi i umorzeniu podlegać mogą udziały lub akcje zaoferowane zarówno przez współwłaścicieli mniejszościowych (jeżeli nie zbyli oni akcji wcześniej na rzecz SSP), jak i odpowiednia część udziałów lub akcji dopiero co nabytych przez SSP. Ilość walerów zaoferowanych do wykupu przez SSP musi być dostosowana tak, aby SSP nie utraciła kontroli nad świeżo przejętą Spółką-Celem. Z drugiej strony skala wykupu i umorzenia będzie ograniczona ekonomicznymi limitami dodłużenia Spółki-Celu, jak również płynącymi z kodeksu spółek handlowych wymogami, co do minimalnego poziomu kapitału zakładowego i obowiązkiem zaspokojenia lub zabezpieczenia wierzycieli, zgłaszających sprzeciw wobec obniżenia kapitału zakładowego.

Ze środków finansowych uzyskanych za wykupione i umorzone udziały lub akcje własne Spółki-Celu, SSP będzie mogła spłacić dużą część własnego kredytu. W wyniku powyższych zabiegów wzrośnie poziom zadłużenia Spółki-Celu, a istotnie zmaleje ilość długu SSP. W tym przypadku będziemy mieli zatem do czynienia z faktycznym, a nie z formalnym przeniesieniem długu. W świetle prawa zadłużenie Spółki-Celu będzie bowiem całkowicie niezależne od kredytu zaciągniętego wcześniej przez SSP. Jednakże z punktu widzenia finansowego, to właśnie nowo zaciągnięty dług Spółki-Celu posłuży w dużej mierze na spłatę pierwotnego kredytu SSP.



Schemat 4. Refinansowanie wykupu kredytowanego przez obniżenie kapitału własnego Spółki-Celu.

Źródło: opracowanie własne.

Umorzenie wykorzystywane w procesie refinansowania transakcji wykupu kredytowanego zazwyczaj ma charakter dobrowolny. Logiczną konsekwencją wynikającą z celu umorzenia jest w tym przypadku również to, iż będzie ono następować zawsze za wynagrodzeniem, gdyż to właśnie wynagrodzenie za umorzone udziały lub akcje jest formą transferu środków ze Spółki-Celu do SSP. Kodeks spółek handlowych przewiduje oczywiście moż-

liwość umorzenia udziałów (art. 199 § 3 k.s.h.) lub akcji (art. 359 § 2 k.s.h.) bez wynagrodzenia, ale w praktyce wykupów lewarowanych zabieg taki pozabawiony byłby finansowego sensu.

Umorzenie udziałów lub akcji wymaga uchwały zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia akcjonariuszy¹⁵. Uchwała o umorzeniu udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością zapada zwykłą większością głosów, natomiast uchwała o umorzeniu akcji w spółce akcyjnej wymaga kwalifikowanej większości trzech czwartych głosów (art. 415 k.s.h.). Minimalną treść uchwały o umorzeniu wyznaczają stosowne przepisy art. 199 § 2 k.s.h. (dla spółki z o.o.) oraz art. 359 § 2 k.s.h. (dla spółki akcyjnej). Uchwała taka musi co najmniej wskazać na postanowienia umowy lub statutu, które uzasadniają umorzenie (postawa prawna), ustalić wysokość wynagrodzenia za umorzone udziały lub akcje, a także określić sposób obniżenia kapitału zakładowego.

Umorzenie akcji Spółki-Celu na potrzeby refinansowania wykupu kredytowanego wiąże się zawsze z obniżeniem kapitału zakładowego, a także z zaciągnięciem przez spółkę nowego zadłużenia na wypłatę wynagrodzenia za umorzone udziały lub akcje. Niewątpliwie w wyniku takiego zabiegu wzrasta ryzyko niewypłacalności Spółki-Celu, co pogarsza sytuację jej dotychczasowych wierzycieli. Można się spodziewać, że przynajmniej niektórzy z nich będą mieli zastrzeżenia w stosunku do takiej operacji, przez co proces transferu środków do SSP może być utrudniony, a z całą pewnością jest wydłużony.

Kodeks spółek handlowych wprowadza procedurę mającą na celu ochronę wierzycieli po uchwalonym obniżeniu kapitału, jeżeli pogarsza ono wypłacalność spółki¹⁶. Ochronę wierzycieli ma zapewnić ciężący na zarządzie spółki obowiązek ogłoszenia o uchwalonym obniżeniu kapitału w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym” i ewentualnie dodatkowo w inny sposób, jeżeli statut spółki przewiduje inną formę ogłoszeń (art. 264 § 1 oraz art. 456 § 1 k.s.h.). Ogłoszenie winno być dokonane po powzięciu uchwały o obniżeniu, ale przed złożeniem wniosku do rejestru sądowego, gdyż złożenie tego wniosku wymaga m.in. załączenia dowodów należytego wezwania wierzycieli (art. 256 § 2 pkt 2 oraz art. 458 § 2 pkt 3 k.s.h.). W ogłoszeniu należy wyznaczyć trzymiesięczny termin, licząc od dnia ogłoszenia, i wezwać wierzycieli przeciwnych obniżeniu kapitału zakładowego spółki do zgłoszenia w tym terminie swojego sprzeciwu. Należy jednak podkreślić, że wniesiony sprzeciw nie godzi w skuteczność uchwały zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia o obniżeniu kapitału i nie daje podstaw do jej uchylenia. Zgłoszenie sprzeciwu daje wierzycielom jedynie instrument ochronny. Pociąga bowiem za sobą ten skutek, że wierzyciele zgłaszający sprzeciw winni zostać zaspokojeni lub zabezpieczeni, niezależnie czy ich wierzytelno-

¹⁵ Wyjątek stanowi umorzenie automatyczne, które może nastąpić bez uchwały, jedynie na podstawie zapisu w umowie spółki lub statucie przewidującego umorzenie w razie ziszczenia się określonego zdarzenia (art. 199 § 4 lub art. 359 § 6 k.s.h.). Do obniżenia kapitału w wyniku takiego umorzenia konieczna jest tylko uchwała zarządu.

¹⁶ Kodeks przewiduje także przypadki szczególne, kiedy z zasady nie następuje pogorszenie sytuacji wierzycieli i omówiona poniżej procedura ochrony wierzycieli nie ma zastosowania (art. 264 § 2 oraz art. 457 k.s.h.).

ści już są, czy nie są jeszcze wymagalne¹⁷. Jest to warunek niezbędny do zarejestrowania uchwały o obniżeniu kapitału przez sąd rejestrowy.

Konieczność zaspokojenia lub zabezpieczenia wierzycieli może stanowić istotną przeszkodę w transferowaniu środków do SSP poprzez obniżenie kapitału zakładowego Spółki-Celu. Majątek Spółki-Celu służy już bowiem (w sposób pośredni lub bezpośredni) albo zabezpieczeniu kredytu zaciągniętego przez SSP w celu na etapie przejścia, albo zabezpieczeniu kredytu, który Spółka-Cel właśnie zaciąga na wypłatę wynagrodzenia za umorzone udziały lub akcje. Istnieją zatem ograniczone możliwości zabezpieczenia dotychczasowych wierzycieli na majątku Spółki-Celu. Z kolei zaspokojenie wierzycieli, w szczególności jeżeli ich wierzytelności nie są jeszcze wymagalne, jest nieracjonalne z finansowego punktu widzenia, gdyż pociąga za sobą wypływ gotówki ze Spółki-Celu i w ten sposób zmniejszenie zasobu środków finansowych dostępnych na obsługę kapitału obcego w układzie między podmiotami SSP i Spółką-Celem.

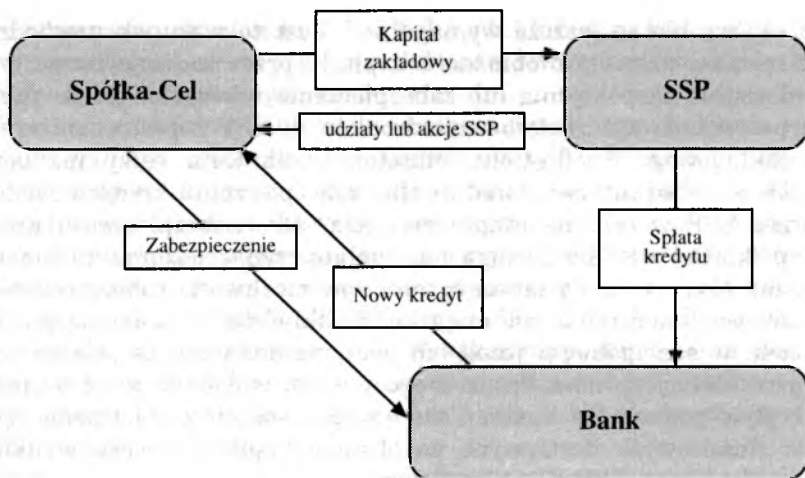
3.3. Objęcie udziałów lub akcji SSP przez Spółkę-Cel

Kolejną możliwością faktycznego przeniesienia długu SSP na Spółkę-Cel jest odpowiednie podwyższenie kapitału zakładowego SSP, który zostanie objęty przez Spółkę-Cel. Ilość nowo ustanowionych udziałów lub wyemitowanych akcji SSP musi stanowić pakiet mniejszościowy, aby nie spowodować utraty kontroli przez dotychczasowych współników SSP, czyli przez Grupę Inicjatywną. Innymi słowy, Spółka-Cel pozostanie spółką zależną od SSP, ale jednocześnie będzie posiadać pakiet mniejszościowy walorów spółki-matki. Spółka-Cel nabędzie udziały lub akcje SSP jako finansową inwestycję długoterminową, a sfinansuje to poprzez zaciągnięcie stosownego kredytu, zwykle również długoterminowego. Środki uzyskane z podwyższenia kapitału zakładowego SSP przeznaczy na spłatę przynajmniej części własnego zadłużenia, zaciągniętego uprzednio na sfinansowanie przejścia Spółki-Celu.

SSP zwykle nie posiada żadnego istotnego majątku poza nabytym wcześniej pakietem kontrolnym udziałów lub akcji Spółki-Celu i ewentualnie dodatkowo wniesionymi przez Grupę Inicjatywną wkładami aportowymi. Pamiętać jednak należy, że majątek SSP obciążony jest kredytem, a zatem jego wartość księgowa netto będzie niewielka. Wartość mniejszościowego pakietu walorów SSP nabywanego przez Spółkę-Cel musi być zatem istotnie niższa od wartości pakietu kontrolnego samej Spółki-Celu¹⁸. Wynika z tego, że środki pozyskane z podwyższenia kapitału zakładowego SSP z pewnością nie wystarczą do spłaty całości zadłużenia SSP. Dlatego też przedstawiony powyżej zabieg jest z reguły stosowany jedynie jako uzupełnienie innych działań, zmierzających do faktycznego przeniesienia długu SSP na Spółkę-Cel.

¹⁷ Por. *Kodeks spółek handlowych*, op. cit., s. 743

¹⁸ W przypadku, gdyby Spółka-Cel obejmowała udziały lub akcje SSP po rażąco zawyżonej cenie, czynność taka mogłaby być postrzegana jako obejście zakazu ukrytych wypłat.



Schemat 5. Refinansowanie wykupu kredytowanego przez podwyższenie kapitału zakładowego SSP.

Źródło: opracowanie własne.

Często podwyższenie kapitału SSP i zaferowanie nowych udziałów lub akcji na rzecz Spółki-Celu odbywa się jednocześnie z obniżeniem kapitału i umorzeniem udziałów lub akcji samej Spółki-Celu, zgodnie z procedurą opisaną w punkcie poprzednim. Niekiedy nabyte udziały lub akcje SSP są oferowane w zastaw, jako zabezpieczenie dla tych wierzycieli, którzy zgłosili sprzeciw do uchwały o obniżeniu kapitału zakładowego Spółki-Celu. Niemniej wartość takiej formy zabezpieczenia należy ocenić dość sceptycznie. Większość majątku SSP stanowią przecież walory Spółki-Celu. Jeżeli zatem Spółka-Cel stałaby się niewypłacalna, majątek SSP drastycznie spadłby, a jego wartość nie byłaby wyższa niż ewentualna nadwyżka wartości majątku Spółki-Celu nad jej zobowiązaniami, po uwzględnieniu kosztów postępowania upadłościowego. Tym samym udziały lub akcje SSP stałyby się praktycznie bezwartościowe. Z powyższego rozumowania wynika jasno, że zabezpieczenie wierzycieli Spółki-Celu poprzez oddanie im w zastaw udziałów lub akcji SSP jest jedynie pozorne i nie daje im praktycznie żadnej ochrony.

4. OBSŁUGA DŁUGU POPRZEC BIEŻĄCY TRANSFER ŚRODKÓW ZE SPÓŁKI-CELU

Po przejęciu kontroli nad Spółką-Celem niekoniecznie musi zawsze dojść do formalnego lub chociażby faktycznego przeniesienia zadłużenia Spółki Specjalnego Przeznaczenia. Alternatywnie, drugim sposobem obsługi zadłużenia po przeprowadzeniu transakcji wykupu jest bieżący transfer środków finansowych ze Spółki-Celu do SSP, pozwalający obsłużyć zobowiązania kredytowe tej ostatniej. W takim przypadku dług pozostanie zatem w bilansie SSP, choć faktycznie będzie spłacany ze środków transferowanych w tym celu ze Spółki-Celu.

4.1. Umowy transferowe

Umowami transferowymi nazywa się potocznie umowy zawierane pomiędzy Spółką-Celem a Spółką Specjalnego Przeznaczenia, na mocy których SSP świadczy na rzecz Spółki-Celu określone usługi lub przekazuje inne świadczenia w zamian za wynagrodzenie w pieniądzu. Istotne jest, że środki otrzymywane przez SSP za świadczenia na rzecz Spółki-Celu służą obsłudze zadłużenia SSP, a ich wysokość i częstotliwość nierzadko dostosowywane są do harmonogramu spłat odsetek i rat kapitałowych kredytu.

Umowami transferowymi mogą być przykładowo: umowa o zarządzanie przedsiębiorstwem Spółki-Celu przez SSP, umowa o korzystanie z *know-how*, długoterminowa umowa o dostawę surowców lub materiałów dla Spółki-Celu za pośrednictwem SSP, umowy o przeprowadzenie kampanii reklamowej lub opracowanie odpowiednich badań rynku i inne. Istnieje duże niebezpieczeństwo, że świadczenia przewidziane w umowach pomiędzy SSP a Spółką-Celem nie do końca będą ekwiwalentne, a ich głównym i rzeczywistym celem gospodarczym nie będzie czerpanie obustronnych korzyści z wykonania zapisanego przedmiotu umowy, lecz przede wszystkim efekt w postaci transferu ze Spółki-Celu odpowiedniej wysokości środków, potrzebnych na obsługę zadłużenia SSP. Jako, że SSP jest jednocześnie udziałowcem lub akcjonariuszem większościowym Spółki-Celu, będziemy zatem w takich przypadkach mieli do czynienia z odmianą problemu ukrytych wypłat dla akcjonariuszy.

Zawyżone świadczenia ze strony spółki na rzecz jej udziałowców lub akcjonariuszy można uznać za obejście zakazu zwrotu wkładów (art. 189 lub art. 344 k.s.h.) oraz zakazu pobierania odsetek od wniesionych wkładów (art. 190 lub art. 346 k.s.h.). Ponadto dla spółek akcyjnych kodeks spółek handlowych przewiduje osobny przepis, zawarty w art. 355 § 3 k.s.h., który wprost mówi, że wynagrodzenie za usługi i inne świadczenia spełnione na rzecz spółki przez założycieli, akcjonariuszy, a także spółki i spółdzielnie z nimi powiązane albo pozostające w stosunku zależności lub dominacji, nie może przewyższać zwykłego wynagrodzenia przyjętego w obrocie. Przepis ten nie ma odpowiednika w dziale poświęconym spółce z ograniczoną odpowiedzialnością.

Czynność stanowiąca ukrytą wypłatę jest nieważna jako mająca na celu obejście ustawy, tj. przepisów art. 189 lub art. 344 k.s.h. oraz art. 190 lub art. 346 k.s.h., a w spółce akcyjnej niekiedy jako sprzeczna z ustawą tj. art. 355 § 3 (art. 58 § 1 k.c.). Ewentualnie w grę wchodzić może częściowa nieważność czynności prawnej, w części przewyższającej „zwykłe wynagrodzenie”. Koncepcja taka znajduje oparcie w art. 58 § 3 k.c. oraz w dyrektywie utrzymania w mocy kontraktów gospodarczych (*benigna interpretatio*). Nie jest jednak jasne, czy zastosowanie konstrukcji nieważności częściowej uzasadnia cel przepisów służących ochronie majątku spółki. Z jednej strony zwrot „nadwyżki” wynagrodzenia, która zdecydowała o bezprawności czynności jest wystarczający dla zrealizowania funkcji ochronnej, następuje bowiem wyrównanie uszczerbku poniesionego przez spółkę. Z drugiej jednak strony wydaje się uzasadnione przypisanie zasadom ochro-

ny majątku spółki pewnych celów sanacyjnych. Nazbyt łagodne byłoby przyjęcie, że strona naruszająca zakazy ochronne, ustanowione w interesie publicznym, ryzykuje tylko zwrot nadwyżki ponad należne jej świadczenia. Z powyższych względów nie należy wykluczać sankcji nieważności całej transakcji powodującej ukrytą wypłatę. Zastosowanie łagodniejszej sankcji z art. 58 § 3 k.c. należy rozpatrywać analizując okoliczności każdej konkretnej sprawy, w szczególności w kontekście ewentualnej szkody, jakiej mogłaby doznać spółka w przypadku obowiązku zwrotu świadczenia (nawet jeżeli jego wartość nie była wcześniej ekwiwalentna do wysokości wynagrodzenia), jeżeli transakcja w całości uznana zostałaby za nieważną¹⁹. Wynagrodzenie wypłacone wspólnikowi w całości (w przypadku całkowitej nieważności czynności prawnej) lub w części przewyższającej zwykle wynagrodzenie (w przypadku nieważności częściowej) stanowić będzie świadczenie nienależne i zgodnie z art. 198 § 1 lub art. 350 § 1 k.s.h. udziałowiec lub akcjonariusz będzie zobowiązany do jego zwrotu.

Ukryte wypłaty rodzą też istotne konsekwencje podatkowe. W wyniku uzyskania przez SSP wynagrodzenia przewyższającego rzeczywistą wartość świadczenia na rzecz Spółki-Celu dochodzi także do wzrostu zobowiązań podatkowych SSP i jednoczesnego zmniejszenia zobowiązań Spółki-Celu. Kwestie te uregulowane zostały w art. 11 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych²⁰. Nie będą one w tym miejscu jednak omawiane szerzej, gdyż wykracza to poza zakres niniejszego opracowania.

4.2. Nabycie dłużnych papierów wartościowych od SSP

Jeszcze inną formą transferu środków finansowych pomiędzy SSP a Spółką-Celem po przeprowadzeniu operacji przejęcia jest nabycie przez Spółkę-Cel dłużnych papierów wartościowych wystawionych przez SSP. Papierami tymi będą na ogół tzw. kwity dłużne, mające najczęściej w rzeczywistości formę prawną weksla i podlegające pod regulacje prawa wekslowego²¹.

Spółka-Cel nabędzie takie papiery wartościowe i umieści je w swoich aktywach. Jednocześnie transakcja ta sfinansowana zostanie głównie poprzez zaciągnięty w tym celu kredyt. W przypadku Spółki-Celu wzrośnie zatem zarówno wartość jej aktywów, jak i pasywów. Z kolei SSP przeznaczy środki pozyskane w zamian za wystawione papiery na spłatę zaciągniętego wcześniej kredytu bankowego, który służył sfinansowaniu transakcji przejęcia Spółki-Celu. Suma bilansowa SSP nie ulegnie zmianie, lecz jedynie zmieni się struktura pasywów. Kredyt bankowy zostanie zastąpiony zobowiązaniem z tytułu wystawionych papierów dłużnych, a wierzycielem w tym przypadku będzie zależna od SSP Spółka-Cel. Powyższa operacja może zostać rozłożona w czasie, tzn. Spółka-Cel może nabywać papiery dłużne SSP stopniowo, w zależności od tego jak szybko będzie miał być spłacony kredyt bankowy, znajdujący się w pasywach SSP.

¹⁹ Por. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, op. cit., s. 405; A. Opalski, op. cit., s. 92.

²⁰ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. – Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U., Nr 54, poz. 654 z późn. zm.

²¹ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe, Dz.U., Nr 37, poz. 282 z późn. zm.

Rentowność wystawionych papierów wartościowych, wynikająca przede wszystkim z wielkości dyskonta, nie może istotnie odbiegać od rentowności innych tego rodzaju papierów na rynku lub rentowności alternatywnych inwestycji o podobnym poziomie ryzyka. W szczególności zaś papiery te nie powinny mieć rentowności rażąco niższej od bieżącego oprocentowania kredytu bankowego SSP. W przeciwnym razie operacja taka mogłaby być postrzegana jako ukryta wypłata na rzecz udziałowca lub akcjonariusza, ze wszystkimi tego konsekwencjami opisanymi wcześniej, w poprzednim punkcie tego rozdziału.

Spółka-Cel o wiele częściej decyduje się nabyć dłużne papiery wartościowe SSP niż np. udzielić pożyczki w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego. Podyktowane jest to tym, że dłużne papiery wartościowe nabyte przez Spółkę-Cel mogą stanowić i często stanowią przedmiot dalszego obrotu. Jako, że z formalnego punktu widzenia mają one najczęściej formę weksla, ich obrót będzie odbywał się zgodnie z zasadami obrotu wekslowego, z wykorzystaniem instytucji indosu, a także możliwością poszukiwania zwrotnego. Z tego względu obrót tymi papierami jest stosunkowo łatwy i umożliwia Spółce-Celowi pozyskanie środków niezbędnych do utrzymania właściwej płynności finansowej.

5. ZAKOŃCZENIE

Konkludując rozważania podjęte w niniejszym artykule można stwierdzić, że w procesie wykupu kredytowanego pojawia się szereg kontrowersyjnych kwestii prawnych. W szczególności dotyczą one możliwości udzielania zabezpieczeń przez spółkę akcyjną, będącą przedmiotem wykupu kredytowanego, a także zagadnień związanych z ochroną wierzycieli oraz akcjonariuszy mniejszościowych przejmowanej spółki, w kontekście obsługi długu po przeprowadzeniu transakcji przejęcia ze środków pochodzących od Spółki-Celu.

Zazwyczaj tak się dzieje, że realia praktyki gospodarczej oraz inwencja uczestników życia gospodarczego wyprzedają rozwój stosownych narzędzi finansowych oraz uregulowań prawnych. Wydaje się, że tak jest również w przypadku transakcji wykupu kredytowanego w naszym kraju. Polska doktryna prawna jest niezwykle uboga, jeżeli chodzi o ocenę dopuszczalności poszczególnych zabiegów wykorzystywanych często w praktyce w procesie wykupu kredytowanego. Z pewnością konieczna jest szersza dyskusja na ten temat na łamach literatury. Wraz z upływem czasu i większą ilością zrealizowanych transakcji niezwykle ciekawych wniosków dostarczy zapewne także orzecznictwo.

Niezależnie od rodzących się kontrowersji nie należy zapominać, że wykup kredytowany może stanowić istotne i pożyteczne narzędzie restrukturyzacji, w szczególności na obecnym etapie przekształceń systemowych w naszym kraju. Wyczerpanie się prostych rezerw rozwoju gospodarczego powoduje, że dalsza skuteczność procesu transformacji zależeć będzie przede wszystkim od zwiększenia efektywności funkcjonowania poszczegól-

nych przedsiębiorstw. Jednocześnie u progu wejścia do Unii Europejskiej wymagany jest szybki wzrost konkurencyjności polskich podmiotów tak, aby po całkowitej liberalizacji obrotu gospodarczego między krajami członkowskimi były one w stanie konkurować na wspólnym rynku. Wsparcie w osiągnięciu tego celu może płynąć właśnie z restrukturyzacji poprzez transakcje wykupu kredytowanego i w tym względzie mogą one odegrać szczególnie pozytywną rolę.

LEVERAGED BUY-OUT (LBO)

Summary

This paper deals with a special kind of company takeover called Leveraged Buy-Out (LBO). The main characteristic of this type of transaction is a very low amount of own capital and a great deal of external funds used by investors in order to finance the takeover.

This paper aims to systematize the legal aspects of LBOs in Poland, particularly those involved in securing external funds before the transaction and servicing the debt after taking control of the target company. The legal discussion of those aspects is strongly placed in the financial context and is also based on the author's practical experiences.

At the beginning the focus is put on the essence of the problem, the terminology and the successive steps of a typical LBO transaction. Furthermore, the issues of securing external financing are discussed. In particular, the author pays heed to the possibilities of securing the loan by the target company in the light of article 345 of the Polish Company Law Act (equivalent of art. 23 of 2nd Directive of EC Council) and some other legal limitations. Subsequently, the author touches upon the issues related to debt servicing after a LBO. Discussion is presented of debt incorporation into the target company, or alternatively, methods of relevant funds transfer from the target company for the repayment of the loan drawn earlier in order to finance the takeover. In this context, special emphasis is put upon the rights of minority shareholders and the protection of creditors.

Key words: Leverages Buy-Out (LBO), mergers and acquisitions, debt security, protection of creditors.