

# Współczesna Gospodarka



Contemporary Economy  
Electronic Scientific Journal  
www.wspolczesnagospodarka.pl

Vol. 6 Issue 2 (2015) 1-9  
ISSN 2082-677X

**Mariusz Bochiński**

## **ANALIZA ZJAWISKA TUNELOWANIA SPÓŁEK NA POLSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM**

### **Streszczenie**

W artykule został poruszony problem tunelowania spółek. Tunelowanie spółek to szeroko rozumiany konflikt akcjonariuszy dominujących i mniejszościowych. Zapewnienie ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych nadal jest głównym i nierozwikłanym zagadnieniem ekonomistów. Interesy każdego członka powinny być chronione, dlatego zasadne jest pytanie: jak efektywnie chronić interesy takich akcjonariuszy? Dominanci w spółkach często stosują techniki prowadzące do nielegalnego czerpania korzyści, a wszystko to odbywa się kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Właśnie jedną z takich technik jest wspomniane tunelowanie spółek, które może przyjmować różną formę. Na zakończenie prezentowanych rozważań podano polskie przypadki tunelowania spółek.

**Słowa kluczowe:** tunelowanie, akcjonariusze, akcjonariusze mniejszościowi, controlling

### **Wstęp**

Zapewnienie ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych nadal jest głównym i nierozwikłanym problemem naukowym dla specjalistów z dziedziny, jaką jest ekonomia. Interesy każdego członka powinny być chronione, dlatego też trzeba sobie w tym miejscu postawić pytanie: jak efektywnie chronić interesy takich akcjonariuszy? Dominanci w spółkach często posuwają się do użycia technik prowadzących do nielegalnego czerpania korzyści, a wszystko to odbywa się kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Działalność spółek akcyjnych<sup>1</sup> w

---

<sup>1</sup> Spółka akcyjna to najbardziej złożona forma spółki handlowej. Spółka jako forma prawna skierowana jest do dużych przedsiębiorstw. W kodeksie spółek handlowych określonych jest kilka ograniczeń jakie powinna spełniać spółka, aby stać się akcyjną. Przede wszystkim twórcą spółki akcyjnej może być jedna lub więcej osób. Statut spółki akcyjnej przyjmuje charakter aktu notarialnego. Kapitał akcyjny powinien wynosić co najmniej 100 000 zł. Wartość minimalna akcji to jeden grosz. Nazwa spółki powinna zawierać oznaczenie „spółka akcyjna”. Za zobowiązania spółki akcyjnej odpowiada spółka całym swym majątkiem. Akcjonariusze nie odpowiadają za zobowiązania spółki. Spółkę reprezentuje zarząd, jak również jest on odpowiedzialny za realizację jej bieżących spraw. Zarząd może składać się z jednego lub większej liczby członków. Do zarządu mogą być powoływane

głównej mierze opiera się na podziale korzyści finansowych. Większość kapitałowa otrzymuje odpowiednio większe korzyści finansowe. Oczywiście, fakt ten jest w sposób stosowny odniesiony do wkładu. Niewątpliwie akcjonariusz, który ponosi większe ryzyko i inwestuje większą część kapitału niż mniejszość kapitałowa, powinien otrzymać większe wynagrodzenie. Często w spółkach akcyjnych można spotkać się z konfliktami interesów różnych grup powiązanych z działalnością spółki. Najczęściej jest to konflikt między właścicielami a wierzycielami lub menedżerami spółki<sup>2</sup>. Rzadziej poruszany jest dużo poważniejszy konflikt, jakim jest spór między akcjonariuszem dominującym i akcjonariuszami mniejszościowymi. Problem ten jest poważnym i istotnym zagadnieniem polskiego rynku spółek. Pojawia się w momencie, gdy większościowi akcjonariusze dążą do uzyskania dodatkowych korzyści, niezgodnych z interesami mniejszościowych akcjonariuszy, jak również sprzecznych z działalnością spółki<sup>3</sup>.

Problem tunelowania spółek na polskim rynku jest niewątpliwie rzadkim zjawiskiem. Jak rozpoznać to zjawisko? Jak je zwalczać? W dalszej części artykułu przybliżony zostanie proces tunelowania wraz z rozpoznanymi polskimi przypadkami tunnelingu. Celem artykułu jest ukazanie metodyki prób zwalczania nielegalnego zachowania większościowych akcjonariuszy wobec mniejszości.

## 1. Charakterystyka zjawiska tunelowania spółek

Problem tunelowania spółek jest stosunkowo młodym zagadnieniem w Polsce. Na świecie znany jest już długo, natomiast na polskim rynku posiada zaledwie kilkunastoletnią historię. Być może przypadki tego typu miały miejsce wcześniej, ale dopóki nikt nie rozgraniczał kwestii tunelowania dopóty problem nie istniał. Pierwsi, którzy zdefiniowali zjawisko tunelowania to V. Atanasov, B. Black, C. S. Ciccotello, S. B. Gyochev, którzy do dziś prowadzą liczne wystąpienia na ten temat. Odkrycie zjawiska tunelowania jest trudne, jakkolwiek w Polsce odkryto już takie przypadki. Opis pierwszych polskich przypadków tunelowania spółek został zamieszczony na koniec artykułu.

Definicja tunelowania jest łatwa i prosta, gdyż informuje o transferze aktywów i zysków spółki na korzyść dominujących akcjonariuszy. Proces ten najczęściej przybiera formę *self-dealing transactions* czyli transakcji z samym sobą. *Self-dealing transactions* to nielegalne wyciąganie aktywów spółki. Jakkolwiek nie zawsze *self-dealing* jest karany. Co ciekawe nie zawsze można odkryć ten rodzaj transakcji. Czasem, sytuacja jest taka dobrze zaplanowana, że nawet nie ma najmniejszych szans na jej udowodnienie, dlatego też niewiadomą jest skala problemu tunelowania. *Self-dealing transaction* mogą przybierać również inne formy. Transakcje takie, to również nielegalne powiązania między spółkami w celu sprzedaży aktywów lub negocjacji kontraktów, które godzą w dobro spółki. Dodatkowo do tych transakcji można zaliczyć oferowanie ryzykownych gwarancji, poręczeń podmiotom, które są ściśle związane z akcjonariuszem większościowym, chorobliwie wysokie wynagrodzenia dla członków zarządu spółki, jak również wszelkie techniki, które dążą do szybkiego bogacenia się<sup>4</sup>.

Tunelowanie również rozumiane jest jako zwiększanie udziału dominującego akcjonariusza w spółce poprzez fikcyjne emisje i fikcyjne nabywanie akcji, emisje zamknięte, blokowanie inwestycji korzystnych dla przyszłej pozycji konkurencyjnej spółki oraz inne zachowania dyskryminujące mniejszość kapitałową. W tej grupie zachowań częstym przypadkiem jest tzw.

---

osoby spośród grona akcjonariuszy. Członków zarządu powołuje i odwołuje rada nadzorcza, chyba że w statucie zawarto inaczej. Członek zarządu może być odwołany lub zawieszony w czynnościach także przez walne zgromadzenie. Kodeks spółek handlowych; Dział spółka akcyjna; Rozdział 1, 2, 8, D.U. nr 94 poz.1037

<sup>2</sup> E. Friedman, S. Johnson, T. Mitton, *Propping and tunneling*, "Journal of Cooperative Economics" 2003, s. 2-3.

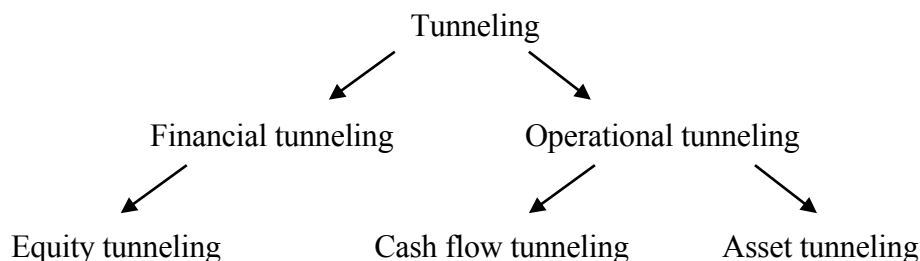
<sup>3</sup> J. Jeżak, *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 46.

<sup>4</sup> S. Dow, J. McGuire, *Propping and tunneling: empirical evidence from Japanese Keiretsu*, "Journal of Banking and Finance", 2009, s. 11.

wypychanie (*squeezing out*). „Wypychanie” kojarzone jest z niwelowaniem liczby akcjonariuszy mniejszościowych. Dominujący akcjonariusze usprawiedliwiają to wszystkim faktem szantażu korupcyjnego i jasno stawiają tezę, że zdominowani akcjonariusze blokują realizację uchwał większości, zgłaszając na walnym zgromadzeniu sprzeciw wobec tych uchwał, a następnie zaskarżając je do sądu. Dominanci zachowują postawę „potulnego baranka” gdy tak naprawdę, mają w tym swój cel. W szybkim tempie usprawniają procesy decyzyjne w spółce i zgłaszają się po instytucje przymusowego wykupu akcji. Oczywiście taki wykup ma miejsce niezależnie od woli mniejszościowych akcjonariuszy, przy czym przez pojęcie „mniejszościowy akcjonariusz” rozumie się najczęściej akcjonariusza posiadającego nie więcej niż 5% kapitału zakładowego spółki. Często ustawy zapewniają gwarancję interesów akcjonariuszy zdominowanych poprzez narzucenie minimalnego poziomu cen za akcje, należące do akcjonariuszy mniejszościowych, gdzie cena minimalna to prosta średnia cena rynkowa z okresu przed wykupem. Jednak, jak łatwo się domyśleć, nie jest to kłopot dla „dominantów”, którzy działają na swoją korzyść<sup>5</sup>.

Dodatkowo, pomijając tunelowanie aktywów czy „wypychanie”, często pojawia się sytuacja wykorzystywania informacji poufnych. Mianowicie, są to informacje mówiące o obrocie akcjami i innymi instrumentami finansowymi. Do takich informacji mogą mieć dostęp tylko i wyłącznie insiderzy. *Insider* to osoba mająca dostęp do informacji niejawnych dotyczących danej spółki i wykorzystująca te informacje do osiągnięcia prywatnego zysku. Insider'em może być członek zarządu, jak i pracownicy spółki, którzy mają szczególną wiedzę na temat spółki i wykorzystują ją do zwiększania swoich korzyści majątkowych. Wiedza szczególna rozumiana jest w tym przypadku, jako ściśle poufna. Przekazanie jej do wiadomości publicznej mogłoby drastycznie lub też w mniejszym wymiarze wpłynąć na cenę akcji danego emitenta lub cenę innych instrumentów finansowych związanych z jego działalnością. Szeroko rozumiane obracanie akcjami na podstawie informacji poufnych przynosi zatem korzyści inwestorom, ale w tym samym czasie niszczy zaufanie innych inwestujących. Wszystko to zagraża sprawnemu działaniu rynku, ponieważ równy dostęp do informacji dla wszystkich inwestorów jest niejako podstawą rynku i zawieranych na nim transakcji.

Wszystkie wymienione grupy mają odniesienie do odpowiednich metod tunelowania. Nie można też stwierdzić, że tunelowanie jest to proces, który generowany jest automatycznie. Każda nielegalna forma powiększania interesów i korzyści w spółce przez większościowych akcjonariuszy jest ściśle i dokładnie zaplanowana. Poniżej zostały przedstawione metody tunelowania (rysunek 1).



**Rysunek 1.** Klasyfikacja form tunelowania

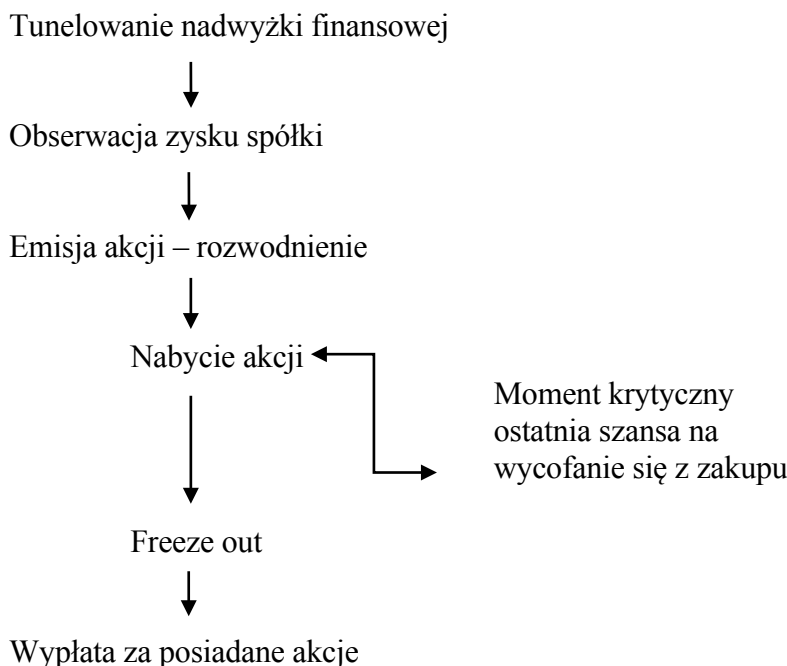
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: V. Atanasov, B. Black, C.S. Ciccotello, S.B. Gyoshev, *The anatomy of financial tunneling in an emerging market*, Conference on financial Modernisation and Economic Growth in Europe 2006, s. 3.

<sup>5</sup> R. Gilson, J. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review 2003, s. 7.

V. Atanasov, B. Black, C. S. Ciccotello, S. B. Gyoshev wskazali na dwie formy tunelowania spółek<sup>6</sup>. Z pewnością w miarę upływu lat będzie pojawiało się więcej takich form, lecz dzisiaj za ważny należy przyjąć poniższy podział.

**Tunelowanie finansowe** to różnego rodzaju formy, które jednoznacznie wpływają na wartość kapitału własnego spółki. Rozwodnienie (*dilution*) wartości kapitału, jak również wykluczenia (*freeze out*) akcjonariuszy mniejszościowych czy też emisje kierowane. Przez emisje kierowane należy rozumieć rozwodnienie wartości akcji spółki, co w konsekwencji prowadzić będzie do obniżenia wartości roszczeń akcjonariuszy posiadających nie więcej niż 5 % udziałów. *Freeze out* jak sama nazwa wskazuje to wykluczenia, poprzez które dominanci pozbawiają praw uczestnictwa w spółce akcjonariuszy mniejszościowych. Rozwodnienie kapitału własnego to efekt emisji akcji po cenie niższej od wartości udziałów mniejszościowych akcjonariuszy. Cena taka nazywa się ceną z dyskontem.

**Tunelowanie operacyjne** to *self-dealing transaction*, czyli transakcje z samym sobą, o których wspominało się wcześniej. Tunelowanie operacyjne przejawia się poprzez narzucanie niekorzystnych umów spółce, udzielanie nie mających odniesienia w rzeczywistości poręczeń kredytowych, tendencyjne ceny transferowe, inwestycje będące nieefektywnymi z punktu widzenia spółki. Analizując powyższe formy tunelowania spółek można zbudować pewien proces *tunnelingu*.



**Rysunek 2.** Hipotetyczny proces tunelowania spółek

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: V. Atanasov, B. Black, C.S. Ciccotello, S.B. Gyoshev, *The anatomy of financial tunneling in an emerging market*, Conference on financial Modernisation and Economic Growth in Europe 2006, s. 4.

Proces tunelowania rozpoczynać może tunelowanie operacyjne. Akcjonariusze dominujący mogą tunelować nadwyżkę finansową spółki. Ich działania będą zmuszały akcjonariuszy mniejszościowych do bacznej obserwacji wartości zysku spółki. Jeśli proces tunelowania będzie przebiegał pomyślnie to wtedy dominanci decydują się na dalsze działania czy rozwodnienie

<sup>6</sup> V. Atanasov, B. Black, C. S. Ciccotello, S. B. Gyoshev, *The anatomy of financial tunneling in an emerging market*, Conference on financial Modernisation and Economic Growth in Europe 2006, s. 3.

wartości kapitału poprzez emisję akcji. Świadomi, bądź nie, akcjonariusze mniejszościowi nabywają zazwyczaj akcje z nowej emisji. Krok ten w kolejności doprowadza ich do wykluczenia z udziałów spółki. Jakkolwiek otrzymują oni za to wypłatę, jednak nie jest ona adekwatna do start jakie ponieśli.

## 2. Matematyczny model tunelowania spółki utworzony na podstawie Marsilli

Jeden z pierwszych przypadków tunelowania spółki został zaobserwowany w jednym z największych włoskich miast w Turynie. Zjawisko to zostało zaobserwowane w spółce Marsilli & Co SpA. Marsilli & Co SpA założona została w 1938 roku przez Angelo Marsilli. Jej siedziba mieści się we wcześniej wspomnianym Turynie. Angelo Marsilli, jako producent maszyn krętych, przez kilka lata stał się największym dostawcą rozwiązań dla automatyki przemysłowej. Przedsiębiorstwo wyróżnia się badaniami i innowacjami technologicznymi. Umacnia swoją pozycję lidera na światowym rynku systemów uzwojenia niemal każdego dnia.

Włoska spółka posądzona została o manipulację cenami transferowymi i rozwodnieniem kapitału własnego na skutek nadwyżki finansowej. Cena transferowa inaczej nazywana ceną transakcyjną jest ceną stosowaną w transakcjach pomiędzy podmiotami powiązanymi. Stosowanie tej ceny jest często konieczne w celu stworzenia "wewnętrznego rynku". Mają one bezpośredni związek z ewentualnym poziomem ryzyka. Wysokość cen dla każdej z transakcji powinna być stale monitorowana przez specjalistów z zakresu doradztwa podatkowego. Stanowi to istotny element tzw. polityki podatkowej podmiotów, szczególnie ważnej dla podmiotów zawierających dużą ilość transakcji wewnątrzgrupowych o znacznej wartości. Stąd warunkiem niemal koniecznym staje się analiza cen transferowych na etapie zawierania transakcji, co w rezultacie wspomaga zarządzanie ryzykiem podatkowym<sup>7</sup>.

Fakt tunelowania w tym przypadku, jak i każdym innym, w pierwszym momencie był oczywisty tylko dla akcjonariuszy dominujących, którzy niewątpliwie kontrolowali całą sytuację. Już w trakcie tego zjawiska akcjonariusze mniejszościowi poznali skalę tunelowania, czyli poznali poziomy stóp określających utratę wartości przez spółkę w wyniku każdego rodzaju tunelowania ( $d_{cf}$ ,  $d_{dil}$ ,  $d_{freeze}$ ), a także prawdopodobieństwa ich wystąpienia ( $\pi_{dil}$ ,  $\pi_{freeze}$ ), gdzie odpowiednio:

$d_{cf}$  – stopa określająca utratę wartości przez spółkę w wyniku emisji kierowanych,

$d_{dil}$  – stopa określająca utratę wartości przez spółkę w wyniku rozwodnienia,

$d_{freeze}$  – stopa określająca utratę wartości przez spółkę w wyniku wykluczenia,

$\pi_{dil}$  – prawdopodobieństwo określające utratę wartości przez spółkę w wyniku rozwodnienia,

$\pi_{freeze}$  – prawdopodobieństwo określające utratę wartości przez spółkę w wyniku wykluczenia.

Dzięki tym założeniom akcjonariusze mieli jasno określoną wartość spółki oraz przysługujące im wypłaty. Dodatkowo w swoich opracowaniach V. Atanasov zauważa, że cenę do wypłaty za wartość spółki można wyrazić jako wartość oczekiwaną możliwych korzyści akcjonariuszy mniejszościowych w danym - końcowym momencie analizy. Istotnym jest przyjęcie założenia, że  $U_{cf}$ ,  $U_{dil}$ ,  $U_{freeze}$  oznaczają wypłaty dla akcjonariuszy. Dla założeń można wyprorowadzić rozkład wypłat to też dla:

– wypłaty  $U_{cf}$  prawdopodobieństwo równe jest  $1 - \pi_{dil}$

– wypłaty  $U_{dil}$  prawdopodobieństwo równe jest  $\pi_{dil}(1 - \pi_{freeze})$ .

– wypłaty  $U_{freeze}$  prawdopodobieństwo równe jest  $\pi_{dil} * \pi_{freeze}$ .

Warto w tym momencie zastanowić się, jakie wartości rynkowe wynikają z tych wypłat. Jeśli zachodzi tylko i wyłącznie tunelowanie operacyjne to wypłata określona jest wzorem prostej rynkowej wartości spółki czyli:

$$U_{cf} = V_{cf} = V(1 - D_{cf}) \quad (1)$$

<sup>7</sup> www.mfiles.pl/pl/Cena\_transferowa, Encyklopedia Zarządzania – Cena transferowa dostęp 27-02-2015 r.

Jeśli dochodzi do emisji kierowanych i/lub rozwodnienia kapitału to wypłata taka jest sumą wartości rynkowej spółki i zysku z nowych akcji czyli:

$$Udil = V(1 - Dcf) \times \left\{ 1 - (1 - k) \times \left( \frac{i}{1+i} \right) \times Ddil \right\} \quad (2)$$

Ostatnią możliwością są wykluczenia akcjonariuszy. Ich wypłaty są pomniejszone o czynnik dyskonta  $d_{freeze}$

$$Ufreeze = V(1 - Dcf) \times \left\{ 1 - (1 - k) \times \left( \frac{i}{1+i} \right) \times Ddil \right\} \times (1 - Dfreeze) \quad (3)$$

Stąd też wniosek, że cena akcji w momencie początkowym jest wartością oczekiwaną przyszyłych wypłat dla akcjonariuszy czyli:

$$Po = V(1 - Dcf)(1 - Deq) \quad (4)$$

gdzie:

Deq – stopa określająca utratę wartości przez spółkę w wyniku możliwości tunelowania finansowego

$$Deq = \pi dil \left\{ 1 - \left[ 1 - (1 - k) \times \left( \frac{i}{1+i} \right) \times Ddil \right] \right\} \times (1 - \pi freeze Dfreeze) \quad (5)$$

Analizowany model zdecydowanie uderza w dwa bardzo ważne wskaźniki: ROA oraz wskaźnik q Tobina.

$$ROA = \frac{Ecf}{Ao} \quad (6)$$

$$Q = \frac{Po}{Ao} \quad (7)$$

Oba wskaźniki, czyli rentowność aktywów spółki oraz wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej znacznie ulegają zmianie po zjawisku tunelowania. Z powyższego modelu można wyciągnąć wnioski<sup>8</sup>:

1. tunelowanie wolnych środków pieniężnych wpływa zarówno na zdolność do generowania zysku jak i wartość rynkową,
2. tunelowanie kapitału własnego obniża wartość rynkową spółki,
3. tunelowanie kapitału własnego nie ma wpływu na ROA,
4. tunelowanie wolnych środków pieniężnych oraz kapitału własnego mogą być komplementarne lub substytucyjne.

### 3. Polskie przypadki tunelowania spółek

#### 3.1. Opoczno S.A.

Opoczno S.A. jest największym producentem płytek ceramicznych w Polsce i znaczącym producentem w Europie. Giełdowy debiut Opoczna planowo miał odbyć się w II kwartale 2005 roku. Sytuacja uległa zmianie gdyż w I kwartale tego roku spółka z Opoczna wypłaciła akcjonariuszom megadywidendę w wysokości ponad 170 mln zł. Cała kwota przypadła niemal CSFBCP. Całkowita nadwyżka finansowa jak również kredyty zostały przeznaczone na ten cel. Pasywa z roku na rok podskoczyły z 60 mln złotych do 210 mln złotych. Zabieg ten wpłynął na sprzedawalność akcji Opoczna, sprzedano jedynie 51% akcji. Rok 2005 był nieładą przełomowy dla Opoczna, gdyż rok obrotowy zamknięto z ponad 20 mln stratą, a zysk był o 1/5 niższy<sup>9</sup>.

W powyższej interpretacji widoczne było tunelowanie operacyjne. Jakkolwiek można domniemywać, że ta megadywidenda była też powodem do obniżenia wartości rynkowej spółki, jak i ujemnym generatorem zysku.

<sup>8</sup> E. Rychłowska-Musiał, *Podstawowe formy tunelowania spółek*, Zeszyty naukowe 2011 UE w Poznaniu, s. 4.

<sup>9</sup> www.money.pl/gielda/spolki\_gpw/ Spółki GPW dostęp 30.04.2014r.

### 3.2. Zakłady Mięsne Łuków

Zakłady mięsne w Łukowie mają już ponad 40 lat. Usamodzielnienie się tych zakładów było bardzo ważnym krokiem na drodze rozwoju przedsiębiorstwa. Ważną datą był 1998 rok, w którym zostały one przekształcone w jednoosobową spółkę Skarbu Państwa. W 2003 roku dokonano prywatyzacji. Pakiet 70 % nabył, po cenie 10 zł za akcję, Henryk Stokłosa. Cena była niska, gdyż wynikało to z zobowiązania do inwestowania w firmę. Resztę akcji rozprowadzono między dostawców i pracowników w równych proporcjach (po 15%). W 2005 roku rozpoczął się proces tunelowania spółki. Pracownicy chcieli odsprzedać swoje akcje. Cena odkupu była znacząco zaniżona. Henryk Stokłosa był w stanie odkupić akcje pracownicze po 1 zł. Farmutil Henryka Stokłosa tworzył zarząd Łukowa, który nie zgadzał się na odsprzedaż akcji po cenie rynkowej. Pracownicy nie mieli zbyt wyjścia dzięki czemu H. Stokłosa pozyskał kolejne 5 % akcji. W 2010 roku cena za akcje nadal była zaniżona, jakkolwiek wzrosła do 4 złotych<sup>10</sup>.

W powyższej interpretacji można doszukać się tunelowania kapitału własnego. Zaniżenie ceny odkupu akcji było znaczące. Jakkolwiek nie wpłynęło ono na generator zysku firmy. Sprzedaż była systematycznie rosnąca.

### Zakończenie

Problem tunelowania spółek jest stosunkowo młodym zagadnieniem w Polsce. Polska jest krajem, w którym ten problem jest rzadkością. Odkrycie zjawiska tunelowania jest trudne, jakkolwiek w Polsce odkryto już takie przypadki. Ze względu na swoją nieliczność nie wymagają one mocnego skupienia uwagi na problemie, wystarczy lekki interwencjonizm państwowy. Opis pierwszych polskich przypadków tunelowania spółek zamieszczony w pracy dał znak, że w Polsce można było spotkać się z tym problemem. Zjawisko *tunnelingu* mogło występować dużo częściej, jednak pod kontem prawnym zostało tak dokładnie zaplanowane przez zarząd spółki i akcjonariuszy dominujących, że jego wykrycie było po prostu niemożliwe. Ważnym w tym momencie staje się postawienie pytania: jak rozpoznać to zjawisko i jak walczyć z nieuczciwością?

Wspólnik mniejszościowy, faktycznie pozbawiony korzyści z uczestnictwa w spółce na skutek nieuczciwych praktyk pozostałych wspólników, nie jest bezbronny. Uprawniony jest bowiem do żądania rozwiązania spółki przez właściwy sąd rejestrowy.

Pozasądowym rozwiązaniem sytuacji jest sprzedaż udziałów przez "wykluczonego" wspólnika na rzecz pozostałych wspólników lub na rzecz osoby trzeciej. Choć w praktyce trudno sobie wyobrazić, że ktokolwiek poza pozostałymi wspólnikami może być zainteresowany nabyciem udziałów, które *de facto* nie niosą za sobą materialnych korzyści związanych z uczestnictwem w spółce.

Drugą z możliwości wyjścia ze spółki "wykluczonego" wspólnika - pod warunkiem, że umowa spółki to przewiduje - jest umorzenie posiadanych przez niego udziałów. Jeśli żadna z powyższych możliwości nie przyniesie rezultatu na przykład wskutek nie udzielenia przez spółkę zgody na zbycie udziałów - jeżeli umowa spółki uzależnia zbycie od udzielenia takiej zgody - przez takiego "wykluczonego" wspólnika, lub wskutek nie uchwalenia uchwały o umorzeniu udziałów przez zgromadzenie wspólników, postawiony w takiej sytuacji wspólnik może podjąć działania sądowe.

Wymienione działania polegać mogą na zaskarżeniu podejmowanych uchwał przez organy spółki, wnoszeniu o wyznaczenie przez sąd biegłego rewidenta do zbadania rachunkowości spółki, a w skrajnych sytuacjach na pozywaniu pozostałych wspólników o naprawienie szkody wyrządzonej spółce. Wymienione działania zazwyczaj są zarówno kosztowne, jak

<sup>10</sup> Win T., *Stokłosa: kupię akcje po złotówce*, „Gazeta Wyborcza” 28.01.2006 r.

i czasochłonne, a nadto nie gwarantują osiągnięcia celu, jakim jest odstąpienie przez pozostałych współników od stosowania nieuczciwych praktyk.

Niezwykle istotne jest podejmowanie kompleksowych działań zmierzających do eliminowania z rynku kapitałowego nieuczciwych praktyk rynkowych, jako niezwykle szkodliwych dla akcjonariuszy mniejszościowych. Prawidłowe wypełnianie zadań przez odpowiednie instytucje państwowe i kontrolujące może wpłynąć pozytywnie na przywracanie właściwych relacji między akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi. Za główny cel zwalczania problemu tunelowania uważa się przywrócenie równowagi i eliminowanie oczywistej przewagi. Ochrona interesów mniejszości w zakresie przeciwdziałania nieuczciwym praktykom nadal będzie w orbicie zainteresowań najwyższych instancji państwowych, sądowniczych i wielu ekonomistów.

## Literatura

1. Atanasov V., Black B., Ciccotello C. S., Gyoshev S. B., *The anatomy of financial tunneling in an emerging market*, Conference on financial Modernisation and Economic Growth in Europe 2006
2. Dow S., McGuire J., *Propping and tunneling: empirical evidence from Japanese Keiretsu*, „Journal of Banking and Finance”, 2009
3. Friedman E., Johnson S., Mitton T., *Propping and tunneling*, „Journal of Comperative Ecnomics”, 2003
4. Gilson R., Gordon J., *Controlling Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review 2003
5. Jeżak J., *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010
6. Oplustil K., *Zarządzanie ładem korporacyjnym*, Materiał do wykładu, Katedra Polityki Gospodarczej, Uniwersytet Jagielloński, Kraków 2013
7. Ustawa z dnia 15 września 2000 r., *Kodeks spółek handlowych*, Dz.U. Nr 94, poz.1037 z późniejszymi zmianami
8. Win T., *Stokłosa: kupię akcje po złotówce*, „Gazeta Wyborcza”, 28.01.2006 r.
9. [www.money.pl/gielda/spolki\\_gpw/opoczno;sa](http://www.money.pl/gielda/spolki_gpw/opoczno;sa) - Spółki GPW dostęp 30.04.2014r.

## ANALYSIS OF TUNNELING ON THE POLISH CAPITAL MARKET

### Summary

The article has been raised on a problem of tunneling the companies. Tunneling in a widely understood is a conflict between controlling and minority shareholders in a company. The main aim of the article is to describe main aspects of tunneling. The first part contains characteristics of forms of tunneling. Ensure the protection of the interests of minority shareholders still is a major and unsolved mystery for specialists in the economy. The interests of each member should be protected, and therefore we can ask: How to effectively protect the interests of these shareholders? Dominants in companies often progressing to the use of illegal techniques to get benefit. Everything is done at the expense of "small" shareholders. Tunneling companies is one of these techniques. Tunneling companies can take different forms depending on what it refers to. The second part contains mathematical model of tunneling of the company. At the end of the article are shown Polish companies in which discover the tunneling.



**Keywords:** tunneling, shareholders, minority, controlling

Mariusz Bochiński  
Wydział Zarządzania Uniwersytet Gdański  
80-358 Gdańsk  
e-mail: [mariuszmanu@wp.pl](mailto:mariuszmanu@wp.pl)