

# Rozdział 1. Zagadnienia wstępne

## 1. Konflikt interesów wspólników i wierzycieli

Prawo spółek reguluje materię złożonego konfliktu interesów między wierzycielami a spółką oraz kontrolującymi ją podmiotami, powinno posługiwać się w celu rozwiązywania tego konfliktu określoną aksjologią. Ochrona wierzycieli w ramach prawa spółek jest wyrazem ultymatywnego działania prawa, norm mających charakter *ius cogens*, skierowanych na działanie w tych obszarach, w których istnieje realne niebezpieczeństwo nadużyć interesów wierzycieli. Z tego też względu wymaga poszukania szczególnego uzasadnienia. Prawo jako celowa działalność ustawodawcy zmierzająca do podporządkowania zachowania jednostek i grup społecznych określonym zasadom powinno poprzez oddziaływanie perswazyjne albo represyjne kształtować postawy gwarantujące sprawiedliwe rozstrzygnięcie konfliktu interesów oraz partnerski sposób prowadzenia interesów<sup>1</sup>. Prawo to „przedsięwzięcie polegające na poddaniu ludzkiego postępowania działaniu regu”<sup>2</sup> i ma zatem przynieść określone skutki, zależne od tego, jakimi zasadami kieruje się ustawodawca przy rozstrzygnięciu określonych konfliktów<sup>3</sup>.

W słynnej pracy „Moralność prawa” I. Fuller pisał, że cały system prawny stanowi kompleks norm mających ocalić człowieka od ślepej gry okazji oraz przywrócić go na drogę celowej oraz twórczej działalności („Our whole legal system represents a complex of rules designed to rescue man from the blind play of chances and put him safely on the road to purposeful and creative activity”). W stwierdzeniu tym zawierają się dwie istotne funkcje regulacji spółki kapitałowej. Po pierwsze, zadaniem prawa dotyczącego spółki prywatnej jest służyć aktywności ekonomicznej (*put him safely on the road to purposeful and creative activity*), po drugie, zadaniem regulacji prawa spółek kapitałowych jest

---

<sup>1</sup> Por. założenia reformy prawa upadłościowego w: D. Czajka, *Prawo upadłościowe*, Warszawa 2004, s. 14.

<sup>2</sup> L.L. Fuller, *Moralność prawa*, Warszawa 1978, s. 153.

<sup>3</sup> J. Wróblewski, W. Lang, *Współczesna filozofia i teoria prawa w USA*, Warszawa 1986, s. 54.

służyć pewności prawa oraz chronić uzasadnione interesy osób zaangażowanych w działalność tej spółki (*to rescue man from the blind play of chances*)<sup>4</sup>.

Niewiele jest zagadnień prawnych, które równie intensywnie wkraczałyby w problematykę ekonomii, finansów przedsiębiorstwa, zarządzania przedsiębiorstwem oraz rachunkowości, co problematyka regulacji ochrony wierzycieli w kontekście reformy kapitału zakładowego. Równie niewiele jest takich zagadnień, które ujawniałyby z taką wyrazistością konflikty pomiędzy – z jednej strony – ułatwianiem i wspieraniem działalności gospodarczej w imię wzrostu gospodarczego, z drugiej strony – ochroną uzasadnionych interesów najbardziej narażonych na ryzyko upadłości wierzycieli spółki.

Wierzyciele, podobnie jak wspólnicy, stanowią podmioty finansujące przedsięwzięcie spółki i ich interesy do pewnego etapu funkcjonowania spółki są ze sobą spójne. We wspólnym interesie wierzycieli i wspólników jest dobrobyt i *prosperity* spółki, ponieważ wówczas wspólnicy osiągną zysk z zainwestowanych środków, a wierzyciele pewność, że dłużnik posiada środki finansowe na zaspokojenie roszczenia oraz ewentualnych odsetek. Nie ma jednak wątpliwości, że ta zbieżność interesów wierzycieli i wspólników – jak wskazują ekonomiści zajmujący się teorią finansów – dobiega kresu, kiedy kondycja finansowa spółki zaczyna się pogarszać, a dokładnie rzecz ujmując: **wraz ze wzrostem wskaźnika zadłużeniakapitału własnego (*debt/equityratio*)** obrazującego stosunek długu (kapitału zewnętrznego) do kapitału własnego spółki<sup>5</sup>. Wysoce prawdopodobne jest, że gdy spółka znajduje się na skraju kryzysu (*financial distress*), to w interesie wspólników jest podejmowanie większego ryzyka – jeśli mieliby na skutek braku podejmowania jakichkolwiek działań stracić już zainwestowane tytułem wkładów środki, to dzięki podjęciu działań ryzykownych zyskują oni szansę uzyskania zwrotu, zasadniczo nie ponosząc większego ryzyka, niż gdyby nic nie robili. W odmiennej sytuacji znajdują się wierzyciele, ryzykują oni, że w razie niepowodzenia nowego działania stracą możliwość zaspokojenia roszczeń wobec spółki

---

<sup>4</sup> L.L. Fuller, Moralność, s. 9, cyt. także przez M. Kroeze, J.B. Wezeman, Reform of Dutch Private Company Law, w: J. McCahery, L. Timmerman, E.P.M. Vermeulen (red.), Private Company Law Reform, The Hague 2010, s. 183.

<sup>5</sup> A. Keay, Company Directors' Responsibilities, s. 227; L. Lin, Shift of fiduciary duty upon corporate insolvency: proper scope of directors duty to creditors, Vanderbilt Law Review 1993, Nr 46, s. 1488; W. Leung, The inadequacy of shareholder primacy: a proposed corporate regime that recognizes non-shareholder interests, Columbia Journal of Law and Social Problems 1997, Nr 30, s. 590; D. Harvey, Bondholders' rights and the case for a fiduciary duty, St. John Law Review 1991, Nr 65, s. 1040.

w całości<sup>6</sup>. Z punktu widzenia ekonomicznej analizy prawa (jak zauważył w słynnym artykule S.C. Myers<sup>7</sup>) interesy wierzycieli i wspólników istotnie się różnicują w sytuacji kryzysowej w spółce – wspólnicy mają interes w podejmowaniu ryzyka, którego nie posiadają wierzyciele – o ile dla tych pierwszych powodzenie restrukturyzacji oznacza możliwość uratowania swojej inwestycji, a być może wzrostu wartości inwestycji, o tyle dla wierzycieli zyski są ograniczone do kwoty z góry umówionej. Wynika z tego, że wspólnik, który będzie posiadał okazję do zwiększenia ryzyka (dzielonego z wierzycielem) poprzez kontynuowanie operacji spółki zagrożonej upadłością, posiada silną motywację, aby podjąć próbę jej ratowania (zachowując dla siebie zysk wynikający z powodzenia operacji). W interesie wierzycieli jest to, aby wartość majątku spółki była jak najwyższa, zaś w interesie wspólników uzyskiwanie jak najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, a więc minimalizacji kapitału przy maksymalizacji zysków<sup>8</sup>. Jednocześnie na przedpolu niewypłacalności różnie motywacja wspólników do podejmowania działań na szkodę wierzycieli, ze względu na pierwszeństwo wierzycieli w zaspokojeniu się z masy upadłości przed wspólnikami, którzy konkurują z wierzycielami w zaspokojeniu się z tejże masy.

Opisywaniem konfliktu interesów różnych graczy korporacyjnych, w tym wierzycieli i wspólników, zajmuje się teoria agencji (*agency dilemma*)<sup>9</sup>. Problem agencji powstaje wszędzie tam, gdzie strony mają odmienne cele i interesy, a ta odmienność interesów powstaje, gdy stan majątku jednej ze strony zależy od zachowania drugiej strony<sup>10</sup>. Teoria agencji zajmuje się relacjami zachodzącymi pomiędzy mocodawcą (zleceniodawcą, pryncypałem) a agentem, który

---

<sup>6</sup> Przykładowo, jeśli istnieją dwa projekty, których koszty wynoszą odpowiednio po 100, przy czym projekt A oferuje bezpieczny zwrot kwoty 110, zaś projekt B oferuje szansę powodzenia 50:50, tzn. jeśli się nie powiedzie, spółka odzyska 50, zaś jeśli się powiedzie, jej wartość wyniesie 150, to wspólnicy zasadniczo skłonni będą przychylić się do przedsięwzięcia B, podczas gdy wierzyciele preferować będą projekt A. Por. M. McDaniel, Bondholders and corporate governance, *Business Law Review* 1986, Nr 41, s. 448: „A project is risky if it has low probability of success but a big payoff if it succeeds, that isn't, a long shot. If such a project succeeds, stakeholders reap most of the gain. The market value of the firm will increase. But most of the increases will accrue to stockholders”.

<sup>7</sup> S.C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, *JFE* 1977, Nr 5, s. 147–75.

<sup>8</sup> Por. A. Radwan, Sens i nonsens kapitału zakładowego, s. 32 i n.

<sup>9</sup> K. Eisenhardt, Agency theory: An assessment and review, *Academy of Management Review* 1989, vol. 14, Nr 1, s. 57–74.

<sup>10</sup> Por. F. Steffek, Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft, w: K. Hopt (red.), *Perspektiven des Wirtschaftsrechts Deutsches, europäisches und internationales Handels-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*. Beiträge für Klaus J. Hopt aus Anlass seiner Emeritierung, Berlin 2008, s. 25.

podejmuje czynności na rzecz swojego pryncypała<sup>11</sup>. W teorii tej podkreśla się stosunek zaufania, zakaz przedkładania przez agenta interesu własnego nad interes mocodawcy czy wykorzystywania na własną korzyść informacji uzyskanych dzięki istnieniu stosunku agencji<sup>12</sup>. Jeden z konfliktów interesów, którym zajmuje się teoria agencji, powstaje pomiędzy pryncypałem (wierzycielem) a agentem (spółką oraz podmiotami ją kontrolującymi – współnikami i zarządem). Podmioty kontrolujące spółkę (agenci) posiadają zarówno motywację do zachowań oportunistycznych, jak i środki do tego, aby podejmować działania sprzeczne z interesem wierzycieli (pryncypałów). Wymienia się tu działania, które mogą zmniejszyć prawdopodobieństwo zaspokojenia wierzyciela: wypłaty z majątku spółki, obciążanie majątku spółki, zaciąganie nowych zobowiązań, podejmowanie nadmiernego ryzyka oraz niedostateczną do prowadzonych operacji kapitalizację spółki. Kontrola oportunistycznych zachowań agentów powoduje koszty po stronie pryncypałów, zaś prawo powinno odgrywać istotną rolę w ograniczaniu tych kosztów<sup>13</sup>, np. reguły, które chronią wierzycieli, powodują jednocześnie zmniejszenie ryzyka ponoszonego przez wierzycieli, a więc również premii, jakich mogą oczekiwać tytułem kapitału – ma to więc korzystny skutek dla spółki i współników<sup>14</sup>. Jedną z metod regulacji konfliktu interesów wierzycieli i współników jest brak odpowiedzialności współników za zobowiązania spółki.

Zgodnie z założeniem teorii agencji, korporacyjni pożyczkobiorcy oraz wierzyciele ustanawiają różne zabezpieczenia umowne mające umożliwić im kontrolę nad pewnymi zachowaniami dłużników (np. wypłatą dywidendy, zwiększeniem zadłużenia)<sup>15</sup>. Ustanawianie zabezpieczeń stanowi koszt, który daje się wyeliminować przy pomocy regulacji prawnej. W doktrynie ame-

---

<sup>11</sup> W prawie polskim pojęcie stosunku agencyjnego analizował m.in. T. Targosz, *Nadużycie osobowości prawnej*, Kraków 2004, s. 155, który jak podaje: „Doktryna *agency* w systemie *common law* nie znajduje bezpośredniego odpowiednika w prawodawstwach kontynentalnych. *Agency* obejmuje wiele stanów faktycznych i stosunków prawnych. Stosując znane nam kategorie, pod to pojęcie podpadałyby np. pełnomocnictwo, zlecenie czy nawet stosunek pracy. Instytucja ta opiera się na relacji zwierzchnictwa–podporządkowania, uzupełnionej czasem pojęciem nadzoru (kontroli), a zatem na istnieniu jakiejś hierarchii gospodarczej, w której można wyróżnia podporządkowanego (*agent*) i zwierzchnika mocodawcę (*principal*)”.

<sup>12</sup> Por. D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009, s. 138.

<sup>13</sup> J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, *Agency Problems and legal Strategies*, w: R. Kraakman (red.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford 2009, s. 37.

<sup>14</sup> M. Bradley, M. Roberts, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, Working Paper 2004, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>15</sup> W.W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice*, Substance and Process, EBOR 2006, Nr 7, s. 39–87.

rykańskiej uważa się, że prawo spółek powinno stronić od regulacji transakcji spółki z wierzycielami. Wniosek taki wynika z trzech okoliczności: po pierwsze, taka regulacja niesie ryzyko nakładania „ryczałtowych” nieadekwatnych restrykcji, które będą wyznaczać nadmierny lub niewystarczający poziom ochrony wierzycieli; po drugie, to od umowy stron powinno zależeć, jaki poziom ryzyka danego modelu biznesowego spółki (dłużnika) jest akceptowalny dla obydwu stron; po trzecie, jeżeli istnieje jakokolwiek konieczność zmiany poziomu ochrony wierzycieli wraz z upływem czasu, to w przypadku norm prawnych stanowi to niepomierne większy problem niż w przypadku renegotjowania kontraktu<sup>16</sup>.

Kondycja finansowa wskazująca na zbliżające się **problemy z utrzymaniem wypłacalności** spółki stanowi przypadek, w którym zagrożenie dla interesów wierzycieli ujawnia się ze szczególną mocą. Jeśli spółka odzyska dobrą kondycję finansową dzięki ryzykownym przedsięwzięciom zarządu, cała nadwyżka trafi w ręce wspólników, jeśli spółka upadnie, wspólnicy utracą jedynie zainwestowany kapitał<sup>17</sup>. W związku z tym regulacje prawne zapobiegające możliwości nadużyć wydają się w takim przypadku szczególnie uzasadnione. Powszechnie motywem przewodnim tych regulacji jest wymaganie od zarządców spółek, aby w takim przypadku brali pod uwagę interesy wierzycieli bardziej niż interesy wspólników. W niektórych ustawodawstwach wymóg ten rozszerzony jest również na wspólników sprawujących kontrolę, poprzez mechanizm odpowiedzialności faktycznych zarządców (*shadow directors*), podporządkowanie pożyczek wspólników już w formalnym postępowaniu upadłościowym oraz przebiecie zasłony korporacyjnej<sup>18</sup>. W polskim prawie upadłościowym konflikt interesów wierzyciela i dłużnika rozwiązywany jest przy pomocy syntezy wartości, jakimi są ochrona praw wierzyciela oraz ochrona przedsiębiorstwa dłużnika, przy czym wyższą wartość reprezentuje ochrona praw wierzycieli, zaś ochrona przedsiębiorstwa dłużnika posiada niższą rangę<sup>19</sup>. Wynika to z art. 2 PrUpad, zgodnie z którym postępowanie upadłościowe należy prowadzić tak, aby roszczenia wierzycieli mogły zostać zaspokojone w jak najwyższym stopniu, a jeśli racjonalne względy na to pozwolą – dotychczasowe przedsiębiorstwo dłużnika zostało zachowane. Jednak efek-

---

<sup>16</sup> J. Armour, G. Hertig, H. Kanda, Transactions with creditors, w: R. Kraakman (red.), The Anatomy of Corporate Law, s. 117.

<sup>17</sup> F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, Limited Liability and the Corporation, University of Chicago Law Review 1985, vol. 52, Nr 89, s. 97.

<sup>18</sup> J. Armour, G. Hertig, H. Kanda, Transactions with creditors, s. 120.

<sup>19</sup> D. Czajka, Prawo, s. 14.

tywna ochrona wierzyciela uzależniona jest w istocie od realizacji wartości niższej, ponieważ bez ochrony słusznym interesów dłużnika (utrzymanie spółki jako działającego przedsiębiorstwa) możliwość ochrony interesów wierzyciela (zaspokojenie długu) jest ograniczone<sup>20</sup>.

## 2. Teoretyczna analiza ochrony wierzycieli w prawie spółek

Rozstrzygnięcie konfliktu interesów wierzycieli i współników zależy od przyjętej aksjologii. W tym kontekście problematyka teoretycznej analizy ochrony wierzycieli w prawie spółek wskazuje na polaryzację poglądów na temat roli prawa spółek w ochronie wierzycieli, która wynika z odmiennych przekonań dotyczących filozofii prawa i myśli politycznej.

Zwolennicy teorii kontraktowych podkreślają umowne relacje istniejące pomiędzy różnymi podmiotami zaangażowanymi w sprawy spółki i kontrakt ten ma dla nich najważniejsze znaczenie. Postrzegają oni spółkę jako nic innego niż związek prywatnych relacji konsensualnych wyraźnych lub domniemanych, istniejących pomiędzy osobami zaangażowanymi w spółkę (*nexus of contracts*)<sup>21</sup>. Osoby zaangażowane uważane są za racjonalnych ekonomicznie aktorów, z których każdy próbuje zmaksymalizować osiągnięty zysk w celu osiągnięcia korzyści dla siebie. Tam, gdzie umowy nie są pełne, teoria przewiduje, że prawo spółek wypełni luki, czego przykładem jest ograniczona odpowiedzialność jako metoda alokacji ryzyka<sup>22</sup>. Zdaniem przedstawicieli tej teorii prawo spółek powinno być zbiorem domyślnych reguł (*default rules*), które stosuje się, o ile strony nie zdecydują się zmienić lub wyłączyć tych reguł; jest to więc doktryna antyregulacyjna.

---

<sup>20</sup> Tamże, gdzie autor dla określenia harmonii celów używa określenia *coincidentia oppositorum*, wskazując na przykłady jej występowania w ramach prawa upadłościowego. Granice sanacji wyznaczają potencjał ekonomiczny dłużnika, jego skłonność płatniczą i wartość opcji alternatywnej, jaką jest upadłość likwidacyjna, dlatego synchroniczność ochrony praw wierzyciela i dłużnika jest warunkowana owymi okolicznościami ujętymi syntetycznie jako racjonalne względy. Owa racjonalność ekonomiczna znajduje wyraz w zasadzie, że ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu jest dopuszczalne tylko wtedy, gdy istnieje prawdopodobieństwo, że wierzyciele uzyskają więcej niż w upadłości likwidacyjnej.

<sup>21</sup> Klasyczny przykład literatury zwolenników teorii kontraktowej to F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The corporate contract*, Colum. L. Rev. 1989, s. 1416–1426.

<sup>22</sup> Por. A. Keay, *Company Directors' Responsibilities*, s. 295.

Zwolennicy ekonomicznej analizy prawa (*economic analysis of law*), niezwykle wpływowej doktryny w prawie Stanów Zjednoczonych przez przynajmniej 25 lat<sup>23</sup>, podobnie jak zwolennicy teorii kontraktowej, podkreślają, że podmioty powinny posiadać wolność wyboru, lecz w przeciwieństwie do tych pierwszych koncentrują się oni na siłach rynku (co dotyczy m.in. rynku pracowniczego, kapitałowego, produktowego). Prawo ma za zadanie ograniczanie kosztów kontraktowych<sup>24</sup>, w celu poprawy efektywności definiowanej jako stosunek pomiędzy zagregowanymi korzyściami a zagregowanymi kosztami normy prawnej, a tym samym prowadzi do najwyższej korzyści ogólnej<sup>25</sup>. Efektywność regulacji mierzona jest za pomocą dwóch metod: *Pareto* – optymalnej, zgodnie z którą „dany wariant jest lepszy od innego, gdy wskutek jego zastosowania sytuacja choć jednej osoby stanie się lepsza bez pogarszania równocześnie sytuacji innej osoby”<sup>26</sup>, oraz *Kaldora-Hicksa*, zgodnie z którą jeśli globalne korzyści z danego rozwiązania są wyższe niż jego koszty, to uznaje się je za efektywne, niejako niezależnie od tego, czy następuje kompensacja „przegrywającego” przez „zwycięzcę”. Profesor *R. Posner*, czołowy przedstawiciel tego nurtu, uważa, że efektywne prawo spółek nie preferuje wolności gospodarczej nad ochroną interesów wierzycieli, ale raczej pełni rolę mediatora pomiędzy tymi dwoma, w celu minimalizacji kosztów inwestycji<sup>27</sup>. Zdaniem jednak wielu badaczy uwzględnienie interesów wierzycieli w prawie spółek prowadzi do zmniejszenia całościowej efektywności regulacji (np. członkowie zarządu, którzy ponoszą odpowiedzialność wobec wierzycieli, zaczynają kalkulować własną pozycję bardziej niż maksymalizację zysku<sup>28</sup>).

---

<sup>23</sup> Prof. *B. Cheffins* ogłosił ekonomiczną analizę prawa najbardziej wpływową szkołą myśli prawnej w prawie spółek, zob. *B. Cheffins*, *Company Law: theory, structure and Operations*, Oxford 1997.

<sup>24</sup> W prawie spółek koszty kontraktowe ogranicza struktura organizacyjna spółki, zob. *O.E. Williamson*, *Transaction cost economics: the governance of anti-contractarians*, *Washington Law Review* 1990, Nr 65, s. 1382, cyt. przez *A. Keay*, *Company Directors' Responsibilities*, s. 296.

<sup>25</sup> Nie jest celem tego rozdziału omawianie znaczenia teorii ekonomicznej analizy prawa w prawie spółek, gdyż literatura na ten temat jest ogromna, ale skupienie się na wkładzie tej teorii w problematykę ochrony wierzycieli spółek kapitałowych. W literaturze polskiej por. m.in. *T. Targosz*, *Nadużycie osobowości prawnej*, Kraków 2004, s. 75.

<sup>26</sup> Tamże.

<sup>27</sup> *R. Posner*, *The rights of affiliated companies*, *University of Chicago Law Review* 1976, Nr 43, s. 509.

<sup>28</sup> *M. van der Weide*, *Against fiduciary duties to corporate stakeholders*, *Delaware Journal of Corporate Law* 1997, t. 21, Nr 1 1997, s. 421 dostępny także na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=182934](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182934).

Przedstawiciele nauki zwanej *progressive scholarship*<sup>29</sup>, zrodzonej również w Stanach Zjednoczonych, często określają się zwolennikami postępowego poglądu na prawo spółek (*progressive view*), podnoszą, że prawo spółek nie powinno być odhumianizowane, ponieważ głównymi aktorami każdej spółki są ludzie<sup>30</sup>. Przedstawiciele tej szkoły zarzucają, że ekonomiczna analiza prawa jest zbyt skoncentrowana na partykularnym interesie i pomija interes społeczeństwa, w szczególności spółka stanowi organizację o wymiarze publicznym i konieczne są normy bezwzględnie obowiązujące, aby prawo miało wpływ na to, co robi spółka oraz jej menadżerowie. Spółka nie jest postrzegana jako związek umów, ale „wzajemnych zależności, zaufania i wzajemnych korzyści”<sup>31</sup>. Przedstawiciele tej szkoły bardziej zwracają uwagę na społeczne efekty działalności spółki niż na redukcję kosztów kontraktowych.

W poglądach powyższych szkół odnaleźć można rywalizację dwóch wartości: efektywności i sprawiedliwości rozdzielczej. Rozstrzygnięcie tych konfliktów w prawie spółek jest zadaniem trudnym. Przedstawiciele ekonomicznej analizy prawa przywiązują oko na to, kto zyskuje, a kto traci, liczy się tylko zagregowany totalny wynik (tak jakby wygrywający dzięki uzyskanej nadwyżce mogli dokonać kompensaty przegrywającym). Wynika to zdaniem tych przedstawicieli z założenia, że kontrakt jest wystarczającym instrumentem ochrony wierzycieli, co oznacza, że wartość świadczenia wierzyciela odzwierciedla ryzyko ponoszone przez wierzyciela. Akceptując w pełni paradygmat efektywności, nie można jednak zaprojektować systemu, który deprecjonuje inne wartości. Taką wartością jest w szczególności sprawiedliwość. Zdając sobie sprawę z braku możliwości precyzyjnej definicji tej idei, wskazać należy, że sprawiedliwość zgodnie z aksjologią przyjętą w Konstytucji RP, wyrażającą regułę sprawiedliwości społecznej, polega na rozstrzygnięciu konfliktów w sposób zapewniający równe traktowanie osób w ramach konkretnej klasy aksjologicznej wyłonionej w sposób moralnie i społecznie uzasadniony. „Być sprawiedliwym to jednakowo traktować istoty równe z pewnego punktu widzenia, tj. mające tę samą cechę charakterystyczną, istotną dla danej klasy (kategorii) ludzi (np. potrzeby, wyniki pracy, zdolności, zasługi)”<sup>32</sup>. Z drugiej jednak

---

<sup>29</sup> Określa się ich również komunitarianami, por. *D. Millon*, *Communitarianism in corporate law: foundations and law reform strategies*, w: *L. Mitchell* (red.), *Progressive corporate law*, Boulder 1995.

<sup>30</sup> Do przedstawicieli tej szkoły należą: *D. Branson*, *W. Bratton*, *L. Johnson*, *D. Millon*, *L. Mitchell*; por. przykładowo *L. Mitchell* (red.), *Progressive corporate law*.

<sup>31</sup> Por. tamże, s. 10.

<sup>32</sup> Orz. TK z 9.3.1988 r., U 7/87, OTK 1988, Nr 1, poz. 1.



strony istotne jest ustalenie cech konstytutywnych dla danej klasy i badanie natężenia występowania cech istotnych z punktu widzenia tegoż rozdziału<sup>33</sup>. Zdaniem *J. Rawlsa*, istotą sprawiedliwego systemu prawnego jest urządzenie instytucji w taki sposób, aby działały one z korzyścią dla najmniej uprzywilejowanych i aby były otwarte dla wszystkich na zasadzie wolności i równości<sup>34</sup>. Ingerencja prawa gospodarczego jest uzasadniona tylko wówczas, gdy wolność indywidualnych wyborów narusza uzasadnione interesy innych osób<sup>35</sup>.

Sprawiedliwość w myśl przedstawicieli szkoły postępowej (*progressive scholarship*) wymaga, aby działania podmiotów kontrolujących spółkę nie powodowały bezpośredniego lub pośredniego transferu zasobów dostępnych dla wierzycieli do wspólników czy innych form zwiększania ryzyka braku zaspokojenia. Takie zachowania w obliczu niewystarczających na zaspokojenie wierzycieli środków spółki noszą znamiona oszustwa, które powinno być oceniane *ex post*, zaś prawo powinno nakładać jakąś formę rekompensaty takiej niesprawiedliwości.

Spór o reformę regulacji kapitału zakładowego stanowi jednocześnie odwołaną debatę o wyższości normatywnej strategii regulacyjnej (*rules*) polegającej na jasno sformułowanych nakazach i zakazach nad standardami uczciwości (*standards*) najczęściej działającymi *ex ante*, które oceny legalności czynności dokonują przez pryzmat klauzul generalnych działających *ex post*<sup>36</sup>. Wyrazem tych pierwszych są bezwzględnie obowiązujące regulacje kapitału zakładowego w prawie spółek, te drugie zaś posługują się bardziej ogólnymi cennymi i otwartymi kryteriami (*standards*), a jako ich przykład podaje się angielską odpowiedzialność zarządu za prowadzenie działalności w sytuacji nieuniknionej niewypłacalności (*wrongful trading*). W literaturze te techniki regulacyjne są szeroko dyskutowane<sup>37</sup>, wskazuje się, że reguły wprowadzają wyższy standard obiektywności, są bardziej odporne na manipulacje oraz nadmiernie optymistyczne projekcje zarządu niż otwarte standardy. Ten stosunkowo wyższy poziom pewności, jaką dają reguły, ma swoją cenę, którą jest niższa elastyczność regulacji, a tym samym niższa zdolność adaptacyjna do zmian warunków.

---

<sup>33</sup> *M. Śliwka*, Sprawiedliwość społeczna jako klauzula generalna na tle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego, *Czasopismo Naukowe Kultura i Historia* 2010, Nr 18.

<sup>34</sup> *J. Rawls*, *O sprawiedliwości*, Warszawa 1999, s. 235.

<sup>35</sup> *D. Czajka*, *Prawo*, s. 23.

<sup>36</sup> Por. *A. Radwan*, *Sens i nonsens kapitału zakładowego*, s. 58.

<sup>37</sup> *L. Kaplow*, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, *Duke Law Review* 1992, Nr 42, s. 557.

ków społecznych<sup>38</sup>. *Standards* są typową techniką regulacji konfliktu interesów graczy korporacyjnych w krajach systemu *common law*, gdzie prawo pokłada znaczne zaufanie w kontrolujących spółkę, w niewielkim stopniu krępując ich swobodę, ale nakłada sankcje działające *ex post* w przypadku nadużycia tego zaufania. *Rules* natomiast stanowią typową technikę legislacyjną systemu kontynentalnego ustanawiającego mechanizmy ochrony wierzycieli działające *ex ante*<sup>39</sup>. Reformę można postrzegać jako próbę położenia większego nacisku na regulacje o charakterze *standards*, która w triadzie wartości prawa, na które składa się idea bezpieczeństwa, celowości oraz sprawiedliwości, prowadziłyby do wzmocnienia znaczenia bezpieczeństwa oraz sprawiedliwości<sup>40</sup>.

### 3. Ochrona kontraktowa wierzycieli spółek

Po dokonaniu analizy teoretyczno-aksjologicznych aspektów ochrony wierzycieli, zastanowić się należy, czy ochrona ta powinna być zapewniona przez przepisy prawa, czy też wystarczającym regulatorem jest sam rynek i możliwości kontraktowego zabezpieczenia swojej pozycji przez wierzycieli. Temat ten jest przedmiotem ożywionej dyskusji w literaturze zagranicznej dotyczącej koncepcyjnych modeli ochrony wierzycieli spółek kapitałowych<sup>41</sup>.

Spośród kilku możliwych strategii kontraktowej ochrony wierzyciele mają do dyspozycji uzyskanie zabezpieczenia spłaty wierzycielności, np. poprzez ustanowienie hipoteki, zastawu lub zastawu rejestrowego, poręczenia lub przewłaszczenia na zabezpieczenie umożliwiające uzyskanie preferencyjnych warunków spłaty w przypadku niewypłacalności spółki<sup>42</sup>. Na zabezpieczenie wie-

---

<sup>38</sup> H. Fleisher, *Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship*, EBOR 2006, t. 7, Nr 1, s. 29–38.

<sup>39</sup> W. Schön, *Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or Both?*, EBOR 2006, t. 7, Nr 1, s. 181–198. Por. A. Radwan, *Sens i nonsens kapitału zakładowego*, s. 58.

<sup>40</sup> O konfliktach (antynomii) tych wartości por. G. Radbruch, *Filozofia prawa*, tłum. E. Nowak, Warszawa 2009, s. 79; J. Zajądło, *Graficzny obraz systemu prawa*, EP 2016, Nr 1, s. 5

<sup>41</sup> Por. P. Mankowski, *Does contract suffice to protect the creditors of a company and their assets?*, w: M. Lutter (red.), *Legal Capital in Europe*, Berlin 2006, s. 394 i n.; W.W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection*, s. 39–87.

<sup>42</sup> Por. omówienie najczęściej występujących w obrocie gospodarczym sposobów zabezpieczenia wierzycielności, takich jak: hipoteka, zastaw, przewłaszczenie na zabezpieczenie, poręczenie i umowa gwarancji umownych, G. Tracz, J. Pisuliński, w: S. Włodyka (red.), *Prawo umów handlowych*, Warszawa 2011, s. 189–190 oraz I. Heropolitańska, *Prawne zabezpieczenia zapłaty wierzycielności*, Warszawa 2014.

rzytelności pozwolić sobie mogą jednak przeważnie tylko posiadający siłę negocjacyjną pożyczkodawcy (banki). Przy niewielkich kontraktach koszty negocjowania zabezpieczenia mogą całkowicie pochłonąć marżę (zysk z danej transakcji) uzyskaną przez wierzyciela. Inną strategią jest szukanie poręczenia osoby trzeciej za zobowiązanie spółki – najczęściej członka zarządu, z uzyskaniem którego jednak mali wierzyciele mogą mieć podobny problem jak w przypadku zabezpieczeń ustanawianych przez samego dłużnika. Zobowiązania umowne mogą polegać również na określeniu katalogu czynności, których podjęcie przez spółkę jest zabronione lub musi być uzgadniane z wierzycielem (najczęściej pożyczkodawcą lub finansującym bankiem), lub pod rygorem naruszenia postanowienia umownego (*covenants*). Przykładowo spotykamy klauzule ograniczające możliwość zmiany profilu biznesu prowadzonego przez spółkę, dostarczania przez spółkę określonych informacji wierzycielowi; ograniczenia mogą dotyczyć możliwości dysponowania przez spółkę pewnymi aktywami, wypłaty dywidendy oraz zaciągania nowych zobowiązań. Klauzule w umowach kredytowych wzorowanych na standardowych warunkach umów kredytowych wypracowanych przez brytyjskie *Loan Market Association* (tzw. kowenantyfinansowe) nakładają na kontrahentów zobowiązania z zakresu: 1) zaciągania dalszych zobowiązań, 2) obciążania składników majątku, 3) dokonywania wypłat na rzecz udziałowców, i dają jednocześnie tym wierzycielom uprawnienia informacyjne oraz kontrolne<sup>43</sup>. Bardzo popularne kowenanty wymierzone przeciwko ryzyku rozwadniania wierzitelności<sup>44</sup> to tzw. *negative pledgecovenants*, polegające na restrykcjach w ustanawianiu nowych zabezpieczeń na majątku spółki, w szczególności zastawów i hipotek, o ile takie zabezpieczenie nie jest ustanowione równocześnie proporcjonalnie na rzecz wierzitelności korzystającej z dobrodziejstwa takiego przepisu. Rzeczywiste bezpieczeństwo instytucji finansowych zapewnia płynność i dochodowość przedsiębiorstwa spółki, nie zaś posiadania określonych składników majątku spółki. Z tego względu ograniczenia wypłat zawarte w kowenantach oparte są na mechanizmach zachowania przez spółkę zdolności spłaty zobowiązań z uzyskiwanych przychodów<sup>45</sup>. Co więcej, kowenanty przewidują me-

---

<sup>43</sup> Por. A Guide To The Loan Market Association Documentation For Investment-Grade Borrowers, April 2013, [https://www.treasurers.org/ACTmedia/ACT\\_guide\\_LMA\\_doc.pdf](https://www.treasurers.org/ACTmedia/ACT_guide_LMA_doc.pdf).

<sup>44</sup> Rozwadnianie wierzitelności polega na zaciąganiu kolejnych zobowiązań, które wywierają negatywny wpływ na możliwość spłaty uprzednio zaciągniętych zobowiązań.

<sup>45</sup> D.G. Gibson, Surplus, So What? The Model Act Modernized, *Business Lawyer* 1961, Nr 17, s. 490; W.H. Ralston, The 1980 Amendments to the Financial Provisions of the Model Business

chanizmy kontroli wykonywania zobowiązań przez wierzyciela, a na spółkę nakładają obowiązki informacyjne. Brak wypełniania tych obowiązków (*default*) powoduje, że wierzyciel może postawić dług w stan natychmiastowej wymagalności.

Zwolennicy zabezpieczeń umownych podnoszą, że ryzyko braku spłaty wierzyciel ma możliwość skalkulować przy zawieraniu umowy, zaś odzwierciedleniem tego ryzyka powinno być żądanie udzielenia wyższego oprocentowania. Założenie o adekwatności zysku wierzyciela do ponoszonego przez niego ryzyka jest jednak mocno wątpliwe z dwóch względów – po pierwsze, nie sposób przewidzieć **wystąpienia w przyszłości czynników zwiększających poziom tego ryzyka**, po drugie, założenie może sprawdzać się tylko w odniesieniu do **dużych pożyczkodawców**, jednak dla małych koszty oceny ryzyka, wymaganych umiejętności oraz czasu mogłyby przewyższać skalę korzyści odnoszonych z transakcji o niewielkiej wartości<sup>46</sup>.

Jednakże granice kontraktowej ochrony wyznaczane są przez **nieprzewidywalność** przyszłych wydarzeń, które mogą negatywnie wpłynąć na zdolność spółki do spełnienia świadczenia na rzecz wierzyciela, nie jest także możliwe antycypowanie wszystkich możliwych ryzyk i zachowań spółki, takich jak inwestycje w przedsięwzięcia wysokiego ryzyka. Dalszym problemem są koszty zawierania umów oraz sporządzenia niezbędnej dokumentacji. Okoliczności powstawania wierzytelności wynikających z transakcji handlowych dostawy towarów lub usług w praktyce bardzo często powodują, że niepraktyczne byłoby sporządzanie długiej specyfikacji praw i obowiązków stron. Kolejny problem w stosowaniu postanowień umownych ograniczających spółkę wynika z monitoringu tych zobowiązań przez wierzyciela i ich analizy, co wymaga specjalistycznych umiejętności oraz czasu i środków.

Istnieje wiele powodów, **dla których samodzielna ochrona wierzycieli, nawet tych znaczących, nie jest adekwatna**: praktyka obrotu nie tylko handlowego wskazuje, że pośpiech towarzyszący zawieraniu wielu transakcji, w obawie przed uprzedzeniem konkurencji lub wymaganiem zabezpieczenia, spo-

---

Corporation Act: A positive Approach to the New York statutory Approach, Albany Law Review 1983, Nr 47, s. 1026.

<sup>46</sup> Por. A. Keay, Company Directors' Responsibilities, s. 323. W badaniach empirycznych przeprowadzonych przez M. Petersena i R. Rajana w 1994 r. dowiedziono, że poziom zysku osiąganego przez kontrahenta handlowego nie uwzględnia oceny ryzyka, ponieważ pożyczkodawcy dostarczają produkty i usługi według stałego cennika na bazie istniejących praktyk rynkowych, por. M. Petersen, R. Rajan, The benefits of lending relationships: evidence from small business data, Journal of Finance 1994, vol. 49, Nr 3, s. 23.

wodować może utratę klienta, że wierzyciele zaniedbują z braku czasu sprawdzanie wiarygodności kontrahenta, w końcu zmienność sytuacji rynkowej powoduje, że zabezpieczenie kontraktowe straci adekwatność.

Słabość ochrony wierzycieli finansowych przy pomocy postanowień umownych, jak zauważyli *M. Kahan* i *B. Adler*, polega na tym, że naruszenie zobowiązań umownych ograniczających pewne swobody dłużnika (*covenants*) zasadniczo polega na tym, iż daje ono uprawnienie wierzycielowi do wypowiedzenia umowy (pożyczki, kredytu) i szukania wcześniejszej spłaty długu. Stwarza to szczególnie problem dla wierzycieli, ponieważ w wyniku naruszenia postanowienia umownego w wymagalność postawiona jest najczęściej kwota długu, której natychmiastowej spłaty spółka nie może dokonać, co zmusza ją do ogłoszenia upadłości. Tym samym ochrona przy pomocy postanowień umownych wchodzi w grę, gdy jest już za późno i egzekucja z majątku spółki najczęściej jest nieskuteczna. Dlatego postanowienia umowne muszą być tak skonstruowane i monitorowane, aby uprawnienia dla wierzyciela z nich wynikające mogły być dochodzone niezależnie od upadłości spółki<sup>47</sup>. W takim przypadku najskuteczniejsze okazuje się sięgnięcie do majątku innych podmiotów niż sama spółka. Przyznanie wierzycielom prawa do dochodzenia zapłaty od osób trzecich oparte może być z teoretycznego punktu widzenia na jednej z dwóch przesłanek: albo 1) osobna trzecia posiada pewien wpływ (kontrolę) na dłużnika, albo 2) osoba trzecia uzyskała pewną korzyść z pokrzywdzeniem wierzycieli<sup>48</sup>.

Takie środki ochrony prawnej mogą przysługiwać wierzycielom przeciwko trzem grupom podmiotów – wspólnikom, członkom zarządu lub innym wierzycielom. *M. Kahan* i *B. Adler* uważają, że odpowiedzialność wspólników oraz członków zarządu zapewnia wystarczającą ochronę, wzmocnienia wymaga zaś trzeci element – możliwość umownego rozciągnięcia na osoby trzecie (zarówno innych wierzycieli, jak i osoby powiązane dokonujące transakcji ze spółką) ochrony kontraktowej<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> *B. Adler, M. Kahan*, *Technology of Creditor Protection*, University of Pennsylvania Law Review 2013, Nr 161, s. 1780 i n.

<sup>48</sup> Por. tamże, s. 1781.

<sup>49</sup> Fundamentem tej propozycji sformułowanej przez *M. Kahana* i *B. Adlera* jest stworzenie norm prawnych, które umożliwiłyby przyznanie opcjonalnej, uzależnionej od woli stron, rozszerzonej skuteczności umowy bilateralnej przeciwko podmiotom trzecim (późniejszym wierzycielom), przy czym „rozszerzona skuteczność” postanowień ograniczających dłużnika (*covenants*) zależałaby od woli stron kontraktujących, po drugie rozszerzona skuteczność umowy i w konsekwencji nałożenie na osobę trzecią zobowiązania byłoby możliwe tylko w przypadku ujawnienia publicznie takiego zastrzeżenia umownego kowenantu, np. w umowie spółki. Taka rozszerzona

## 4. Problematyka dywersyfikacji ochrony różnych grup wierzycieli

Jak stwierdzono powyżej, ochrona wierzycieli spółek kapitałowych w przepisach prawa jest zagadnieniem, którego celowość wprowadzenia należy oceniać odmiennie w zależności od grupy wierzycieli, do których normy te są adresowane. Wierzyciele spółki stanowią heterogeniczną grupę, wśród której można wyróżnić wierzycieli instytucjonalnych (banki), wierzycieli o słabej pozycji kontraktowej oraz wierzycieli niedobrowolnych i deliktowych.

**Wierzyciele o mocnej pozycji kontraktowej (banki i instytucje kredytowe i finansowe)** korzystają z rozbudowanych klauzul umownych, które w praktyce obrotu przyjęły formę standardowych warunków kredytowych opartych na wzorach wypracowanych przez brytyjskie *Loan Market Association*. Dla wierzycieli **powstających w związku ze stosunkami handlowymi** kapitał zakładowy również rzadko stanowi formę adekwatnego zabezpieczenia przed ryzykiem braku wywiązania się przez dłużnika z obowiązku zwrotu (zapłaty). Dostawcy najczęściej weryfikują zdolność płatniczą swoich kontrahentów poprzez wywiad branżowy, rozwiniętą sieć kontaktów, na podstawie której pozyskują informacje niezbędne do oceny wiarygodności kredytowej odbiorców. Oczywiście lokalna czy nawet branżowa znajomość rynku może nie wystarczać w stosunkach handlowych świadczonych na zasadzie incydental-

---

skuteczność postanowienia umownego, zakazująca spółce np. obciążania pewnego majątku spółki, powodować będzie nie tylko naruszenie tej umowy, ale również jej bezskuteczność i brak możliwości egzekucji przez podmiot trzeci takiego uprawnienia w stosunku do spółki. Propozycja ta wydaje się trudna do zaakceptowania, naruszałaby ona podstawowe zasady prawa prywatnego, przyznając wierzycielom prywatnym status rozszerzonej skuteczności. Nie wiadomo, gdzie takie zobowiązania miałyby być ujawniane i rejestrowane (w rejestrze przedsiębiorców, czy należałoby utworzyć nowy rejestr zobowiązań z umów kredytowych), w końcu jawne zobowiązania mogłyby kolidować z ustanowionymi zabezpieczeniami rzeczowymi, takimi jak hipoteka czy zastaw rejestrowy. Należy również zwrócić uwagę na fakt, że instrument ten służyłby w zasadzie wyłącznie instytucjom finansowym w celu wzmocnienia ich ochrony, pogarszając sytuację wierzycieli nieinstytucjonalnych, w tym krótkoterminowych i wierzycieli powstających w obrocie handlowym. W odniesieniu do tych słabych wierzycieli (*non-adjusting*) autorzy koncepcji wątpią jednak w potrzebę zabezpieczenia ich praw, twierdząc, że nawet mali wierzyciele mogą posiadać informacje w związku z działalnością w określonej branży. Propozycja nadania zobowiązaniom z umów kredytowych rozszerzonej skuteczności potwierdza, że w prawie amerykańskim istnieje niedostatek regulacji dotyczących możliwości dochodzenia zapłaty od osób trzecich (wspólników lub członków zarządu) w przypadku niewypłacalności spółki. *B. Adler, M. Kahan, Technology*, s. 1780 i n.

nej. Trudno np., żeby wykonawca strony internetowej mógł w oparciu o kontakty w branży zweryfikować wiarygodność odbiorcy zajmującego się handlem detalicznym. Niemniej dla dostawców znaczenie ma przede wszystkim zachowanie płynności finansowej. Często stosowaną formą zabezpieczenia interesów wierzycieli w stosunkach handlowych jest zastrzeżenie własności rzeczy sprzedanej do momentu uiszczenia zapłaty.

**Inaczej kształtuje się pozycja wierzycieli przymusowych**, np. poszkodowanych przez spółkę, którzy nie posiadają wpływu na powstanie roszczenia ani na jego wysokość i wybór kontrahenta. Brak wymogu, aby kapitał zakładowy pozostawał w adekwatnym związku do wielkości i skali działalności spółki, powoduje, że kapitał zakładowy nie oferuje żadnego mechanizmu ochrony specyficznego dla wierzycieli korporacyjnych. Wierzyciel poszkodowany przez spółkę i wierzyciel poszkodowany przez osobę fizyczną posiadają podobne środki ochrony swoich praw wynikające z przepisów.

W angloamerykańskiej literaturze przyjęło się używać pojęcia *non-adjusting creditors* dla tych wierzycieli, którzy nie mają możliwości dostosowania swojej ekspozycji na ryzyko braku spełnienia świadczenia przez spółkę będącą dłużnikiem. Najczęściej wymienianym przykładem są wierzyciele deliktowi, których roszczenia do spółki powstają na skutek czynu niedozwolonego, np. odpowiedzialność za produkt niebezpieczny, szkody środowiskowe czy delikty prawa cywilnego. Postuluje się objęciem tą kategorią również wierzycieli nieposiadających wystarczającej siły negocjacyjnej oraz pracowników<sup>50</sup>. Ponieważ wierzyciele przymusowi nie posiadają żadnych kontraktowych mechanizmów ochrony swojej pozycji ani żadnych zabezpieczeń, może to wpływać zachęcająco na oportunistyczne zachowania współników. Zatem wierzyciele o przymusowej pozycji wymagają specjalnych środków ochrony, które polegać mogą na: 1) przyznaniu wierzycielom uprzywilejowanej pozycji w postępowaniu upadłościowym<sup>51</sup>, 2) nałożeniu na współników odpowiedzialności osobistej<sup>52</sup>, 3) przymusowym ubezpieczeniu dłużników od upadłości, podobnie jak np. w odniesieniu do szkód związanych z ruchem pojazdu ubezpieczeni mają być posiadacze pojazdów. Charakterystyczne jest to, że roszczenia wierzycieli przymusowych dają się wyodrębnić w oparciu o źródło ich powstania

---

<sup>50</sup> M. Petersen, R. Rajan, Trade Credit: theories and Evidence, Review of Financial Studies 1997, vol. 10, Nr 661, s. 678.

<sup>51</sup> D. Leebron, Limited Liability, Tort Victims and Creditors, Colum. L. Rev. 1991, Nr 91, s. 1602.

<sup>52</sup> H. Hansmann, R. Kraakman, Toward Unlimited Shareholders Liability for Corporate Torts, Yale L.J. 1991, Nr 100, s. 1879.