

NATALIA WIELGAT*

CZY WIERZYCIELE POTRAFIĄ CHRONIĆ SIĘ SAMI?
KATEGORYZACJA I OCHRONA POSZCZEGÓLNYCH
GRUP WIERZycIELI ZA POŚREDNICTWEM
KOWENANTÓW UMOWNYCH
(ANG. *BOND COVENANTS*)

WSTĘP

Z aksjologicznego punktu widzenia odnalezienie odpowiedzi na pytanie, której grupie uczestników obrotu gospodarczego oraz w jakim zakresie ustawodawca winien przyznać ochronę, stanowi jedno z koronnych zadań prawa handlowego¹. Wobec trendu deregulacyjnego przejawiającego się początkowo w tendencji do obniżania, a następnie do całkowitego znoszenia kapitału zakładowego² (czego już trzecią próbę obserwujemy na arenie krajowej)³, potrzeba uzupełnienia projektów

* Doktorantka w Instytucie Nauk Prawnych Polskiej Akademii Nauk.

¹ Por. P. Sobolewski: *W sprawie przyszłości kapitału zakładowego i innych środków ochrony wierzycieli*, Przegląd Prawa Handlowego (dalej: PPH) 2011, nr 9, s. 52.

² Przejawem zjawiska derogacji kapitału zakładowego jest wprowadzenie przez europejskich ustawodawców krajowych tzw. spółek za 1 euro. W 2006 r. ustawą Companies Act 2006 zmodernizowano angielską spółkę Limited, we Francji w 2003 r. transformacji poddano spółkę SARL, w Hiszpanii powstała spółka Sociedad Limitada Nueva Emrese (SLNE). Nawet tradycyjnie konserwatywny prawodawca niemiecki ustawą MoMiG wprowadził nowy typ spółki UG. Na zniesienie bądź istotną marginalizację kapitału zakładowego, poprzez obniżenie jego minimalnej wysokości do poziomu symbolicznego, zdecydowali się ustawodawcy takich państw, jak Bułgaria, Czechy, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Łotwa, Niemcy, Norwegia, Portugalia, Szwecja, Węgry, Włochy i Irlandia. Poza granicami Europy do rozluźnienia reguł kapitałowych doszło w takich państwach, jak Korea Południowa, Chiny, Albania, Armenia, Gruzja, Kazachstan, Macedonia, Serbia, Ukraina, Białoruś. A. Radwan: *Gra o tron, czyli o filozofii sporu wokół kapitału zakładowego*, Rzeczpospolita z 31 października 2013 r., s. C7.

³ Zob. Projekt ustawy o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych i ustawy o Krajowym Rejestrze Sądowym z 2010 r., PPH 2010, nr 12, s. 5; Projekt ustawy o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych i ustawy o komer-

reformy struktury majątkowej spółek kapitałowych o narzędzia ochronne zajęła newralgiczne miejsce wśród wyzwań stawianych współczesnemu prawu spółek, a uwaga przedstawicieli doktryny skupiona została wokół najsilniej narażonej na nadużycia grupy interesariuszy spółek o ograniczonej odpowiedzialności⁴, tj. ich wierzycieli. Udzielenie odpowiedzi na pytanie, jak wypełnić „lukę” pozostałą po upadłym dogmacie funkcji ochronnej kapitału minimalnego, stało się zaś zadaniem wymagającym coraz pilniejszej odpowiedzi⁵.

W trwającym obecnie okresie międzyreformacyjnym warto jednakże postawić sobie pytanie uprzednie: czy w aktualnym krajowym otoczeniu normatywno-gospodarczym ingerencja ustawodawcza prawa spółek handlowych w obszar ochrony wierzycieli pozostaje uprawniona? Czy może w obliczu globalizacji gospodarki i umiędzynarodowienia obrotu, które wiążą się z dostępem do rozwiązań umownych wypracowanych przez rynki wysokorozwinięte, wierzyciele są w stanie sami zadbać o zabezpieczenie przysługujących im praw, bazując na narzędziach kontraktowych? Nawet bowiem jeśli istniejące rozwiązania prawne nie zabezpieczają efektywnie interesów tej grupy, gdyby przyjąć, że praktyka wyposaża wierzycieli w skuteczne ochronne instrumenty kontraktowe, kreację nowych normatywnych mechanizmów protekcyjnych można by uznać za bezzasadną. Powyższe pytania pozostają tym bardziej aktualne, że w polskiej doktrynie prawnej tematyka umownych instrumentów ochrony wierzycieli wciąż poruszana jest rzadko⁶.

Celem niniejszego artykułu jest ocena potencjału wierzycieli do samodzielnej ochrony ich interesów za pomocą narzędzi kontraktowych, co zaś nie może się odbyć bez dokonania uprzedniej kategoryzacji oraz charakterystyki poszczególnych

globalizacji i prywatyzacji z dnia 22 czerwca 2015 r. oraz Projekt tzw. prostej spółki akcyjnej z 2017 r., dostępny na stronie: <http://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12311555/katalog/12507990#12507990>.

⁴ Przez pojęcie interesariuszy (ang. *stakeholders*) rozumieć należy szereg podmiotów powiązanych ze spółką, niebędących jej współnikami, tj. wierzycieli, inwestorów czy pracowników spółki, którym z uwagi na ekonomiczne powiązania ze spółką i wpływ na jej sukces gospodarczy przyznaje się prawo wysuwania roszczeń o uwzględnienie ich interesów w decyzjach podejmowanych przez zarząd przedsiębiorstwa. K. Oplustil: *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 34; szerzej na temat zasadności respektowania interesów tzw. otoczenia spółek kapitałowych przez jej piastunów zob. S. Sołtysiński, P. Moskwa (w:) *System prawa prywatnego*, t. 17A, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2015, s. 37 i n. Por. również A.C. Littleton: *The Dividend Base*, *The Accounting Review* 1935, t. 9, nr 2, s. 140–148 i przeprowadzany tamże wywód podważający zasadność rozdziału wierzycieli spółek kapitałowych od ich akcjonariuszy, oparty na twierdzeniu, że obie grupy są w równym stopniu „dostawcami kapitału” (ang. *capital suppliers*) spółki i posiadają równoprawne roszczenia wobec jej aktywów czy zysków, oparte na kontrakcie zawartym ze spółką, co sprawia, że „mają ze sobą więcej wspólnego niż antagonistyczne interesy”. Choć stanowisko to bywa niekiedy uzasadnione, nie można zapominać, że pole zainteresowania wierzycieli spółki, inaczej niż ma to miejsce w przypadku jej współników, ograniczone jest co do zasady do przysługujących im roszczeń o ustalonej wysokości (ang. *fixed claims*), w których zamyka się ich dbałość o stan finansowy dłużnika.

⁵ Por. P. Sobolewski: *W sprawie przyszłości kapitału zakładowego...*, *op. cit.*, s. 52, oraz M. Romanowski: *W sprawie spółki z o.o. „light” i efektywności kapitału zakładowego*, PPH 2010, nr 1, s. 10, gdzie autor wskazuje, że to właśnie funkcje informacyjna i gwarancyjna kapitału zakładowego w istotnej mierze determinowały celowość utrzymywania systemu opartego na tej konstrukcji. Odmiennie: J. Frąckowiak: *Demontaż spółki z o.o. czy nowy rodzaj spółki kapitałowej — uwagi na tle proponowanej nowelizacji kodeksu spółek handlowych*, PPH 2011, nr 6, s. 7.

⁶ A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, *Kwartalnik Prawa Prywatnego* 2004, z. 2, s. 480.

grup wierzycieli. Analiza zawężona została do instytucji kowenantów umownych jako jednego z najpowszechniejszych i najskuteczniejszych instrumentów ochronnych, który zabezpiecza interesy tej grupy poprzez wprowadzanie do wiążących strony kontaktów klauzul, nakładających na dłużnika ograniczenia bądź obowiązki, w celu zabezpieczenia spłaty wierzytelności. Niniejsze opracowanie przenosi nadto rozwiązania wypracowane przez doktrynę anglosaską na grunt polski, poddając je analizie opartej na krajowej rzeczywistości prawnej oraz rynkowej. Podejście to znajduje uzasadnienie zarówno w szerokim wykorzystaniu kowenantów w krajach z kręgu *common law*, jak i kierunkach rozwoju krajowych propozycji nowelizacyjnych prawa spółek, które coraz częściej sięgają po pozakontynentalne myśli i rozwiązania prawne.

EKONOMICZNA ANALIZA PRAWA

W amerykańskiej doktrynie prawa można spotkać się z poglądami, że ingerencja ustawodawcy w przestrzeń, którą wierzyciele są w stanie zabezpieczyć samodzielnie, winna zostać uznana za działanie wręcz aroganckie⁷. Wskazuje się, że ingerencja prawa pozytywnego usprawiedliwiona jest wyłącznie w tych obszarach współpracy gospodarczej, gdzie samopomoc jest niemożliwa, utrudniona bądź nieopłacalna w sensie ekonomicznym i nie służy wsparciu rozwoju rynku.

Proporcją pomiędzy kosztami regulacji ustawowych a rozwiązań kontraktowych zajmuje się doktryna ekonomicznej analizy prawa (ang. *law and economics*), która cieszy się szczególną popularnością w krajach systemu prawa precedensowego. Ekonomiczna analiza prawa plasuje się pomiędzy ekonomią a naukami prawnymi, na pierwszy plan wysuwając potrzebę zachowania gospodarczej efektywności regulacji normatywnych prawa handlowego oraz dążąc do ich podporządkowania regułom rentowności, tj. ich opłacalności w sensie gospodarczym. Zgodnie z prezentowaną teorią zadaniem ustawodawcy w obszarze prawa handlowego jest wyważenie gospodarczych korzyści i kosztów rozwiązań legislacyjnych, które za główny cel obierać powinny maksymalizację zysku⁸. Prymarnym zadaniem prawa spółek jest więc przyczynianie się do symplifikacji stosunków umownych, alternatywnie niwelacji potencjalnych kosztów, przy zapewnieniu ich elastyczności. To szczególnie w tym kontekście powstaje doktrynalna wątpliwość, czy ingerencja ustawodawcy w sferę praw i obowiązków dłużników za pomocą norm o charakterze *ius cogens* jest uza-

⁷ R. Kraakman: *Concluding Remarks on Creditor Protection*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1, s. 469, gdzie autor przywołuje stanowisko prof. H. Eidenmüllera wyrażone podczas debat nad reżimem kapitału zakładowego.

⁸ Na temat wątpliwej skuteczności ekonomicznej analizy prawa w wyjaśnianiu zasad funkcjonowania oraz modelowaniu reguł prawa spółek zob. E. Posner: *Economic Analysis of Contract Law After Three Decades: Success or Failure*, Yale Law Journal 2003, nr 112, s. 829–880.

sadniona z punktu widzenia ekonomii norm prawnych. Dopiero odpowiedź na to pytanie umożliwi przesądzenie, czy Smithowska „niewidzialna ręka rynku” w połączeniu z narzędziami kontraktowymi oraz nadzorem korporacyjnym jest dostatecznym regulatorem relacji obligacyjnych, a wierzycielom przysługuje swoboda i potencjał w zabezpieczeniu swoich interesów na zadowalającym poziomie.

KOWENANTY UMOWNE

Zgodnie z ideą samopomocy (ang. *self-help*) wierzyciele dysponują określonym potencjałem do samodzielnej ochrony ich interesów, odwołując się do takich narzędzi jak zabezpieczenia rzeczowe, analiza sytuacji prawnej i ekonomicznej przedsiębiorstwa (zob. procesy *due diligence*), gwarancje osobiste⁹ czy kowenanty umowne (ang. *bond covenants*). Skuteczność samopomocy determinowana jest dostępem do informacji, w tym przede wszystkim danych finansowych i korporacyjnych dłużnika, oraz pozycją negocjacyjną wierzycieli, tj. ich indywidualnym potencjałem do forsowania korzystnych dla siebie rozwiązań kontraktowych za pomocą adekwatnych postanowień umownych¹⁰.

Podstawowe narzędzie samopomocy stanowią tzw. kowenanty umowne (ang. *financial/bond covenants/indentures*) — instrumenty kontraktowe o charakterze prewencyjno-represyjnym, zapobiegające dewaluacji wartości wierzytelności i utracie stabilności finansowej dłużnika¹¹. Kowenanty stanowią klauzule umowne, nakładające na dłużnika dodatkowe zobowiązania, w postaci nakazów lub zakazów. Są więc narzędziem obligacyjnym o charakterze ochronnym, którego celem

⁹ Gwarancje osobiste stanowią jeden z najskuteczniejszych sposobów zabezpieczenia wierzytelności. Limitują bowiem pokusę udziałowców do podejmowania zachowań oportunistycznych, co wynika z okoliczności, że dłużnik, łamiąc regulacje kontraktowe, ryzykuje utratę własnego majątku, a nie jedynie aktywów spółki (często w istotnej mierze o charakterze dłużnym). Zabezpieczenia osobiste pozwalają ponadto na obniżenie kosztów pożyczki, które w innym przypadku należałoby zrekomensować chociażby podniesieniem stopy procentowej.

¹⁰ P.O. Mühlert: *A synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection — Or a High-Level framework for Corporate Creditor Protection*, ECGI-Law Working Paper nr 2006/60, s. 375. Pozycję negocjacyjną (zwaną również pozycją kontraktową) definiuje się w literaturze w następujący sposób: „Pozycja negocjacyjna stanowi kompozycję celów i możliwości, którymi dysponuje negocjator przed przystąpieniem do rozmów. Składa się ona z podlegających ustaleniom parametrów, które są istotne dla konkretnych negocjacji. Pozycja jest kategorią relatywną uzależnioną od potencjału partnera”. G. Myśliwiec: *Techniki i triki negocjacyjne*, s. 18; cyt. za: H.P. Sims, Ch.C. Manz: *Company of Heroes. Unleashing the Power of Self-Leadership*, New York 1996, s. 19.

¹¹ Wśród nienormatywnych narzędzi ochronnych wskazuje się również na możliwości ubezpieczenia długu u podmiotów zewnętrznych. W praktyce rozwiązanie to jest jednak niezwykle kosztowne, nie znajdując racjonalnego uzasadnienia wobec ekonomicznej dysproporcji jego kosztów w stosunku do zalet. Zabezpieczenie interesów kontraktowych za pośrednictwem umów ubezpieczeniowych wiązałoby się przy tym z przerzuceniem ryzyka działalności spółki na agencje ubezpieczeniowe jako szczególnej grupy wierzycieli. W tym obszarze istotną rolę odgrywają zaś nabierające na popularności ubezpieczenia *Directors and Officers* (D&O) obejmujące przypadki naruszeń przez kadre zarządzającą obowiązków menadżerskich. Ubezpieczenia tego typu zabezpieczają funkcjonariuszy korporacyjnych przed roszczeniami wierzycieli, pokrywając koszty wynikłe z ewentualnych szkód wyrządzonych ich działaniem. Więcej na ten temat zob. D. Wajda: *Ubezpieczenia Directors and Officers (D&O)*, Prawo Spółek 2007, nr 3, s. 47.

jest zabezpieczenie źródła spłaty długu przysługującego wierzycielowi, tj. majątku i przychodów dłużnika¹².

W Stanach Zjednoczonych szerokie praktyczne znaczenie kowenantów jest przejawem przekonania, że najbardziej efektywną metodą kontroli wypłacalności spółki są instrumenty kontraktowe, moderowane przez zindywidualizowane potrzeby stron stosunku umownego oraz bieżące realia rynku, nie zaś tezauryzacja aktywów dłużnika w arbitralnie obranej wysokości. Choć prawdą jest, że zabezpieczanie wierzytelności z wykorzystaniem *financial covenants* wciąż pozostaje domeną prawa anglosaskiego¹³, które stanowi przecież źródło ich recypowania do europejskiego obrotu gospodarczego¹⁴, także europejscy interesariusze coraz częściej sięgają po mechanizmy kontraktowe wypracowane przez praktykę systemu *common law*, poczynając od nałożenia na dłużnika obowiązków informacyjnych aż po regulacje pozwalające na indywidualną ingerencję wierzyciela w politykę finansową spółki-dłużnika, na przykład poprzez wyrażanie zgody na sprzedaż określonych aktywów (względnie aktywów o określonej wartości) czy politykę dywidendową dłużnika¹⁵.

Kowenanty umowne podzielić można na postanowienia ustanawiające zabezpieczenia rzeczowe oraz klauzule obligacyjne, mające na celu zabezpieczenie wy-

¹² Szerzej na temat kowenantów umownych zob. m.in.: R. Nash, J. Netter, A. Poulsen: *Determinants of Contractual Relations between Shareholders and Bondholders: Investment Opportunities and Restrictive Covenants*, Journal of Corporate Finance 2003, t. 9, nr 2, s. 201; M. Smith, J. Warner: *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, Journal of Financial Economics 1979, nr 7, s. 118. Wzorzec klauzul umownych wraz z komentarzem został wypracowany przez American Bar Foundation już w latach 60. XX w. Zob. J. C. Kennedy: *Commentaries on Model Debenture Indenture Provisions — 1965, Model Debenture Indenture Provisions — All Registered Issues — 1967 and Certain Negotiable Provisions Which May Be Included In A Particular Incorporating Indenture*, The Business Lawyer 1972, t. 27, nr 4, s. 1301–1304.

¹³ Jak dowodzą prawnoporównawcze badania empiryczne przeprowadzone w 2008 r. na zlecenie Komisji Europejskiej przez międzynarodową korporację KPMG, klauzule umowne nie utorowały sobie jeszcze w Europie miejsca wśród sztandarowych instrumentów ochronnych wykorzystywanych przez wierzycieli, a zestawienie wyników badań dotyczących państw europejskich i krajów z kręgu *common law* w sposób wyraźny nakreśla różnice w skali wykorzystania kowenantów na korzyść krajów anglosaskich. Zob. KPMG, *Feasibility study on alternative to capital maintenance regime as established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13.12.1976 and the examination of the implications of the new accounting regime on profit distributions*, s. 3 i n. Mimo to wskazuje się, że kowenanty umowne w ostatnich latach nabrały znaczenia również na rynku europejskim, choć wykorzystywane są przede wszystkim przez instytucje finansowe oraz duże międzynarodowe kancelarie prawne. A. Opalski: *Kapitał zakładowy. Zysk. Umorzenie*, Warszawa 2002, s. 480. Por. E. Ferran: *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, ECGI Law Working Paper nr 2005/51, s. 5.

¹⁴ A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli...*, op. cit., s. 480. Wskazuje się, że wykorzystywanie w polskiej praktyce gospodarczej klauzul kontraktowych wynika z przejścia przez polskie instytucje finansowe wzorców anglosaskich na skutek prowadzenia w Polsce działalności przez banki zagraniczne oraz funkcjonowania zagranicznej obsługi prawnej.

¹⁵ P.O. Mühlert, M. Birke: *Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?*, European Business Organization Law Review 2002, nr 3, s. 723. W Europie kontynentalnej popularną formą zabezpieczenia umownego jest nadto sprzedaż z zastrzeżeniem własności. A. Radwan: *Sens i nonsens kapitału zakładowego — przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych* (w:) *Europejskie prawo spółek*, t. II, Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej, pod red. M. Cejmera, J. Napierały, T. Sójki, Kraków 2005, s. 47.

płacalności dłużnika, u źródeł wykształcenia których leżała praktyczna potrzeba stworzenia instrumentów ochronnych pozbawionych ograniczeń, z którymi wiąza się zabezpieczenia rzeczowe¹⁶.

W praktyce wyróżnia się również klauzule negatywne (ang. *negative pledge clauses*) oraz pozytywne (ang. *positive pledge clauses*). Podczas gdy klauzule pozytywne nakładają na dłużnika obowiązki, klauzule negatywne wprowadzają zakazy i ograniczenia, na przykład w obszarze zaciągania dalszych zobowiązań kredytowych czy ustanawiania zabezpieczeń na majątku spółki bez zgody wierzyciela.

Najpowszechniej stosowane w praktyce gospodarczej klauzule negatywne to:

- 1) zakazy bądź ograniczenia co do zaciągania dalszych zobowiązań, często uzależnione od struktury majątku spółki, limitujące swobodę zaciągania zobowiązań od utrzymania odpowiedniej relacji kapitału własnego w stosunku do kapitału dłużnego dłużnika (ang. *debt/equity ratio*), bądź osiągnięcia zysku stanowiącego określony z góry iloraz (procent) kwoty niezbędnej do spłaty długu, czy też od utrzymania odpowiedniej wysokości aktywów netto dłużnika¹⁷;
- 2) ograniczenia w zakresie polityki dywidendowej ustalane na przykład w oparciu o analizę wysokości przychodów spółki, które powinny przewyższać średnią wysokość wypłacanej dywidendy o konkretną wartość wyrażoną procentowo lub liczbowo;
- 3) ograniczenia co do zaciągania zobowiązań podporządkowanych (ang. *subordinated debts*);
- 4) zakazy bądź ograniczenia w zakresie ustanawiania nowych zabezpieczeń rzeczowych na majątku spółki;
- 5) zakaz sprzedaży, najmu czy dzierżawy kluczowych aktywów spółki bądź aktywów przekraczających określoną wartość pieniężną;
- 6) ograniczenia w zakresie przejęcia kontroli nad spółką czy zbycia praw udziałowych oraz
- 7) ograniczenia w zakresie zmiany profilu gospodarczego spółki.

Wśród klauzul pozytywnych wymienia się zaś:

- 1) obowiązek utrzymania przez dłużnika kapitału, w tym przede wszystkim kapitału obrotowego, na odpowiednim poziomie minimalnym;
- 2) obowiązek utrzymania określonego wskaźnika kapitału własnego w stosunku do kapitału dłużnego;
- 3) obowiązek ubezpieczenia majątku dłużnika;
- 4) obowiązek przekładania periodycznych sprawozdań finansowych czy raportów *cash flow*;

¹⁶ A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli...*, op. cit., s. 481.

¹⁷ Dla wierzycieli długoterminowych utrzymanie odpowiedniego *debt to equity ratio* w kapitale dłużnika jest szczególnie istotne z tego względu, że przy wysokim zadłużeniu jednostki już niewielka strata prowadzić może do jego niewypłacalności. A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, op. cit., s. 481. Jednocześnie kapitał własny cechuje się trwałością, podczas gdy kapitał dłużny odpłatnością i tym samym uznawany jest za mniej stabilny.

- 5) obowiązek informowania o zmianach organizacyjno-prawnych, zaciągnięciu dodatkowych zobowiązań kredytowych, zaistniałej stracie bilansowej, niewypłacalności, otwarciu likwidacji, postępowania upadłościowego bądź restrukturyzacyjnego;
- 6) obowiązek uzyskania zgody wierzyciela na sprzedaż udziałów (akcji) w kapitale zakładowym dłużnika (tzw. klauzule *change of control*);
- 7) obowiązek uzyskania zgody wierzyciela na zbycie ogółu praw i obowiązków wynikających z umowy;
- 8) indywidualne uprawnienia kontrolne czy obowiązek zapewnienia wierzycielowi dostępu do wszelkich informacji dotyczących polityki finansowej i sytuacji prawno-majątkowej dłużnika¹⁸.

Jak łatwo zauważyć, wymienione wyżej klauzule umowne chronią wierzycieli przed nadużyciami ze strony dłużnika, nie skupiając się na sztywnym obowiązku zachowania aktywów bilansowych na określonym arbitralnie pułapie, co jest charakterystyczne dla systemu kapitału zakładowego. W to miejsce kładą nacisk na utrzymanie płynności finansowej spółki, jej potencjału do wytwarzania zysku oraz limitacji zachowań wspólników czy zarządu o charakterze oportunistycznym. Klauzule obligacyjne przyczyniają się przy tym do niwelacji obciążeń, które wiążą się z ustanawianiem zabezpieczeń rzeczowych na majątku dłużnika, w to miejsce dążąc do zabezpieczenia utrzymania stałej dochodowości i wypłacalności przedsiębiorstwa, z korzyścią dla wszystkich grup interesariuszy jednostki. Niwelują również ryzyko podejmowania przez spółkę potencjalnie niekorzystnych transakcji handlowych. Stanowią więc instrument bardziej elastyczny, „szyty na miarę” danej relacji gospodarczej. Kowenanty umowne są przejawem aktywnego wpływu wierzycieli na zabezpieczenie własnych interesów, prowadząc do redukcji prawdopodobieństwa niezaspokojenia wierzytelności. Umożliwiają stronom swobodne dostosowanie relacji umownej w zależności od jej przedmiotu oraz potrzeb. Pozwalają przy tym na uwzględnienie takich okoliczności jak *know-how* czy renoma firmy, a także innych wartości niematerialnych, jak umiejętności menadżerskie zarządzających, reputacja, sieć sprzedaży, baza kontaktów czy dostęp do rynku. Kolejną zaletą kowenantów jest ich elastyczność oraz łatwość modyfikacji, nie tylko na etapie ich kształtowania, lecz także przez cały czas trwania stosunku zobowiązaniowego.

KATEGORYZACJA WIERZycIELI SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH WEDŁUG ICH POZYCJI KONTRAKTOWEJ

Przy ocenie skuteczności klauzul kontraktowych w zabezpieczeniu interesów wierzycieli nie można jednak zapominać, że okazję do skorzystania z ich zalet ma

¹⁸ Por. P.O. Mülberty, M. Birke: *Legal Capital...*, op. cit., s. 723.

jedynie ograniczony ich krąg wierzycieli. Stanowi to podstawę dokonania systematyzacji tej grupy, a następnie indywidualnej oceny jej rzeczywistego potencjału do kształtowania stosunku umownego łączącego ich z dłużnikiem.

Zbiór wierzycieli spółek kapitałowych charakteryzuje się daleko posuniętą heterogenicznością, różniąc się zarówno priorytetami w zakresie współpracy handlowej, zasobnością finansową, jak i potencjałem w obszarze pozyskiwania i oceny informacji o stanie finansowym i prawnym kontrahenta. Odmienne kształtują się również ich umiejętności co do prognozy ewentualnych zagrożeń transakcyjnych czy właściwego wykorzystania klauzul kontraktowych, które niekiedy cechują się istotnym stopniem skomplikowania oraz pociągają za sobą wysokie koszty. Kluczowe znaczenie ogrywają w tym zakresie takie okoliczności, jak warunki powstania stosunku zobowiązaniowego, jego charakter, skala prowadzonej działalności i współpracy gospodarczej czy stopień profesjonalizmu stron. Największą doniosłością cechuje się przy tym dobrowolny charakter stosunku obligacyjnego oraz siła negocjacyjna wierzyciela, która sprowadza się do jego pozycji negocjacyjnej, kształtowanej przez poziom swobody umownej i zasobności w obszarze wywierania wpływu na kształt regulacji na etapie powstawania zobowiązania.

Mając powyższe na względzie, nasuwającym się naturalnie kryterium podziału grupy wierzycieli jest źródło ich wierzytelności. Na tej podstawie wierzycieli możemy podzielić na wierzycieli przymusowych (ang. *involuntary creditors*) oraz wierzycieli dobrowolnych (kontraktowych; ang. *voluntary creditors*)¹⁹. Pierwszą

¹⁹ W literaturze polskiej podział na wierzycieli ze względu na ich pozycję rynkową został przedstawiony przez A. Radwana: *Sens i nonsens...*, op. cit., s. 44 i n. Zob. również: K. Osajda: *Niewypłacalność spółki z o.o. Odpowiedzialność członków zarządu wobec jej wierzycieli*, Warszawa 2014, s. 43 i n. Polskie studia zostało poprzedzone kilkoma opracowaniami autorów zagranicznych. Zob. chociażby P.O. Mülbert, M. Birke: *Legal Capital...*, op. cit., s. 712; J. Armour: *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, *The Modern Law Review* 2000, t. 63, nr 3, s. 358; P. Mülbert: *A synthetic View of Different Concepts...*, op. cit., s. 366. Niewątpliwie podział wierzycieli zaproponowany w ramach niniejszego artykułu nie stanowi jedynej wartej uwagi kategoryzacji wierzycieli. Tytułem przykładu przywołać można chociażby podział na wierzycieli krótko- i długoterminowych czy na konsumentów, podmioty profesjonalne oraz instytucje finansowe. Podział wewnątrz grupy wierzycieli dobrowolnych można nadto przeprowadzić w oparciu o kryterium charakteru świadczenia. Inaczej bowiem kształtować się będą potrzeby kontraktowe wierzycieli finansowych, inaczej zaś drobnych wierzycieli handlowych. Podczas gdy pierwsza z grup zainteresowana jest długoterminową wypłacalnością dłużnika, a dobór narzędzi umownych służących ochronie jej interesów nastawiony będzie na zapewnienie wpływu na jego politykę finansową czy monitoring jego globalnej sytuacji gospodarczo-prawnej jednostki, wierzyciele handlowi będą silniej zainteresowani krótkoterminową wypłacalnością kontrahenta i z tych względów mogą pozwolić sobie na akceptację niższego poziomu zabezpieczenia swych interesów oraz wyższy poziom ryzyka kontraktowego. Zob. np.: A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument...*, op. cit., s. 480. Niezależnie od tego, wydaje się, że podział na wierzycieli przymusowych i dobrowolnych, a dalej wyrafinowanych (silnych) i niewyrafinowanych (słabych), najlepiej naświetla zróżnicowanie sytuacji uczestników obrotu gospodarczego. Równie zasadne byłoby przyjęcie przebiegającego analogicznie podziału prowadzącego do rozróżnienia wierzycieli „dostosowujących się” (ang. *adjusting creditors*) oraz „niedostosowujących się” (ang. *non-adjusting creditors*). Klasyfikacja ta analogicznie opiera się na ocenie potencjału finansowego oraz dostępu do, i umiejętności wykorzystania, informacji umożliwiających ewaluację sytuacji finansowej potencjalnego dłużnika oraz siły negocjacyjnej wierzyciela. Tak np.: L.A. Bebhuk, J.M. Freid: *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, *Yale Law Journal* 1996, nr 105, s. 881; L.A. Bebhuk, J.M. Freid: *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy: Further Thoughts and a Replay to*

grupę tworzą podmioty, których stosunek zobowiązaniowy ma swoje źródło w zdarzeniach niezależnych od ich działań czy zamiarów. W skład drugiej grupy wchodzi wszyscy ci uczestnicy rynku, którzy z własnej, autonomicznej woli nawiązują relacje ze spółką-dłużnikiem, przede wszystkim w ramach transakcji handlowych czy w związku z udzielonym spółce finansowaniem (kredyt, pożyczka, leasing)²⁰. W ich przypadku nawiązanie stosunku dłużnego następuje, co do zasady, w oparciu o świadomą decyzję biznesową i w granicach dobrowolnego ryzyka²¹.

W ramach grupy wierzycieli kontraktowych konieczne jest jednakże przeprowadzenie dalszego podziału w oparciu o wspomniane kryterium pozycji (siły) negocjacyjnej wierzycieli oraz umiejętności oceny sytuacji finansowej dłużnika. Za pomocą tych kryteriów amerykańska doktryna prawna wyróżnia wierzycieli wyrażonych, o silnej pozycji negocjacyjnej (ang. *sophisticated creditors*), i wierzycieli prostych, charakteryzujących się ograniczeniami w dowolności kształtowania warunków umowy (ang. *unsophisticated creditors*)²².

Critics, Cornell Law Review 1997, t. 82, s. 1295; D. Kershaw: *Involuntary Creditors and the Case for Accounting-Based Distribution Regulation*, London School of Economics Legal Studies, Working Paper nr 16/2007, s. 6.

²⁰ Z uwagi na zobowiązaniowy stosunek prawny, który łączy wspólnika ze spółką, szczególną grupę wierzycieli stanowią również jej udziałowcy, którym w przypadku ustania bytu prawnego podmiotu przysługują roszczenia wobec spółki o zwrot wkładów kapitałowych. Należy jednak pamiętać, że daleko posunięta specyfika zobowiązania, jakie kształtuje wniesiony wkład kapitałowy, wyraża się chociażby w jego umiejscowieniu w bilansie wkładów kapitałowych po stronie pasywów pod odrębną pozycją bilansu aniżeli pozostałe wierzytelności. Kapitał zakładowy nie jest więc prostym odpowiednikiem długu zewnętrznego, w postaci zbliżonej do pożyczki lub kredytu, udzielanego przez podmioty trzecie. O odmienności wkładów kapitałowych świadczą nadto ściśle określone, sformalizowane procedury dekapitalizacji spółki (art. 263 i n. k.s.h.). Wierzytelność spółki wobec wspólników charakteryzuje się jednocześnie niewłaściwą dla długów zewnętrznych warunkowością, będąc uzależniona od realizacji zysku. Wreszcie, o specyfice relacji obligacyjnej na płaszczyźnie wspólnik–spółka świadczy fakt, że wspólnicy mają szczególny wpływ na kształtowanie polityki inwestycyjnej spółki, w tym na podejmowanie decyzji o zaangażowaniu w projekt o konkretnym poziomie ryzyka. Dalszych argumentów przemawiających za wykluczeniem udziałowców z grupy wierzycieli dostarcza wypracowana przez doktrynę zasada subordynacji roszczeń (ang. *equitable subordination*), która mając na względzie ochronę wierzycieli, pozwala na obniżenie rangi wierzytelności przysługującej wspólnikom wobec spółki w postępowaniu upadłościowym, podporządkowując ją wierzytelnościom wierzycieli zewnętrznych. Por. A. Herbet: *Kapitał zakładowy i udziały (w:) System prawa prywatnego*, t. 17A, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2015, s. 225; P. Sobolewski: *Środki prawne ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, PPH 2011, nr 5, s. 16.

²¹ Należy przy tym pamiętać, że wbrew pozorom podział na wierzycieli dobrowolnych i przymusowych nie zawsze jest prosty. Dyferencja pomiędzy wierzycielami dobrowolnymi lub przymusowymi nie jest imperatywna, gdyż o przynależności do grupy nie przesądza jedynie sposób powstania stosunku zobowiązaniowego, lecz także wspomniana siła negocjacyjna jednostki. O dobrowolnym charakterze stosunku prawnego nie świadczy bowiem wyłącznie fakt wejścia w stosunek prawny świadomie i z własnej woli, lecz „fundamentalnym pytaniem jest to, czy na danym rynku poszkodowana strona ma ekonomiczną siłę przetargową w kontekście transakcji [...] z uwzględnieniem dostosowania ceny, która odzwierciedlać będzie stan finansowy drugiej strony. W praktyce, jeżeli strona poszkodowana nie była w stanie negocjować materii, strona ta jest właściwie w tej samej pozycji co wierzyciele przymusowi”. P. Blumberg: *Limited Liability and Corporate Groups*, *The Journal of Corporation Law* 1986, t. 11, s. 618. Stanowisko to znajduje potwierdzenie w orzecznictwie *common law*. Zob. np. *Briggs v. James Hardie & Co Pty Ltd* ((1989) 16 NSWLR 549).

²² L. Enriques, J. Marcey: *Creditor Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, Cornell Law Review 2001, nr 86, s. 1172.

WIERZYCIELE WYRAFINOWANI

Najdogodniejszą pozycję w kształtowaniu stosunku dłużnik–wierzyciel mają wierzyciele dobrowolni o silnej pozycji rynkowej. Grupa ta charakteryzuje się wysokim potencjałem w dostosowywaniu warunków kontraktowych do swych potrzeb, przede wszystkim dzięki ugruntowanej pozycji, jak i umiejętności oceny ryzyka niepowodzenia przedsięwzięcia, która wynika z poziomu profesjonalizmu jednostki. Umożliwia to limitację potencjalnych strat poprzez dobór warunków umownych do specyfiki transakcji czy poziomu i jakości kapitału dłużnika względnie zagwarantowanie sobie środków zapewniających kompensację potencjalnego niepowodzenia przedsięwzięcia. Grupę tę stanowią przede wszystkim takie jednostki, jak banki, inne instytucje finansowe, liderzy określonej branży gospodarczej czy inwestorzy finansowi i strategiczni. Ich podstawowym atutem jest możliwość kształtowania zobowiązania na drodze negocjacji, w oparciu o uprzednią analizę takich elementów jak stan prawny i finansowy dłużnika, ryzyko przedsięwzięcia czy stopa zwrotu inwestycji. Niejednokrotnie również po zawarciu kontraktu przysługują im instrumenty umożliwiające dalszą ingerencję w stosunek umowny. Tytułem przykładu, w przypadku wzrostu poziomu ryzyka, bank może podnieść stopę oprocentowania czy zmniejszyć kwotę finansowania²³. Inwestor finansowy może skorzystać z kontraktowego mechanizmu obniżenia ceny za udziały w przypadku braku osiągnięcia przez spółkę odpowiedniego poziomu EBITDA. Nie dziwi więc, że to właśnie wierzyciele wyrafinowani stanowią grupę wierzycieli najczęściej korzystających z możliwości zabezpieczenia swych praw za pośrednictwem kowenantów umownych²⁴.

Nie oznacza to jednak, że interesy analizowanej grupy wierzycieli są pozbawione ryzyka. Wynika ono chociażby z niemożliwych do przewidzenia czynników zewnętrznych, jak niesprzyjająca polityka rządowa, zmienność prawa czy wahania rynku. Zasadniczym zagrożeniem wewnętrznym pozostaje zaś ryzykowna polityka finansowa dłużnika czy problem tzw. ukrytych wypłat (przede wszystkim podejmowanie transakcji typu *self-dealing*)²⁵. Należy bowiem pamiętać, że nawet najlepiej skonstruowane klauzule umowne nie są w stanie wyeliminować czy zabezpieczyć wszystkich zdarzeń mogących mieć wpływ na wypłacalność spółki, w tym przede wszystkim potencjalnych zachowań dłużnika o charakterze oportunistycznym²⁶.

²³ P.O. Müllert, M. Birke: *Legal Capital — Is There a Case...*, *op. cit.*, s. 708.

²⁴ A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli...*, *op. cit.*, s. 480.

²⁵ Transakcje typu *self-dealing* w polskiej doktrynie prawnej definiuje się jako „umowy zawierane pomiędzy spółką a współnikami na warunkach niekorzystnych dla spółki (odbiegających od rynkowych)”. A. Radwan: *Sens i nonsens...*, *op. cit.*, s. 33.

²⁶ Problem ten został zauważony przez ustawodawcę holenderskiego na etapie prac nad nowym typem spółki BV, gdzie w Memorandum wyjaśniającym podkreślono, że rezultatem ograniczonej odpowiedzialności jest poszukiwanie przez wierzycieli dodatkowych zabezpieczeń, zapewniających spłatę ich roszczeń, „niemniej jednak, nawet w tym przypadku efektywność kowenantów ulega pewnym ograniczeniom. Na pierwszy plan wysuwa się zarzut

Dalej, jednym z dodatkowych argumentów przemawiających za ingerencją ustawodawcy w sytuację grypy wierzycieli silnych jest obniżenie kosztów transakcji poprzez regulację podstawowych narzędzi ochronnych na poziomie prawa prywatnego, co wpisuje się w przywołaną na wstępie doktrynę ekonomicznej analizy prawa. Argumentów pragmatycznych dostarcza również okoliczność ograniczonej skuteczności mechanizmów represyjnych w obliczu spółek będących na skraju upadłości. Gdy majątek spółki został już rozdysponowany, chronieni przywilejem ograniczonej odpowiedzialności wspólnicy nie mają niczego do stracenia i w braku zabezpieczeń osobistych perspektywa zapłaty odszkodowania, podniesienia stopy procentowej czy nawet natychmiastowa wymagalność długu przestają stanowić istotny bodziec do przestrzegania zapisów umowy. W odniesieniu do wierzycieli wyrafinowanych warto również zwrócić uwagę na problem tzw. konkurencji wierzytelności, oparty na dążeniu do zagwarantowania sobie jak najsilniejszego zabezpieczenia na majątku dłużnika, kosztem pozostałych wierzycieli²⁷.

WIERZYCIELE PROŚCI

Poczynione powyżej rozważania obrazujące różnorodność rozwiązań dostępnych wierzycielom wyrafinowanym dezaktualizują się w przypadku pozostałych członków grupy wierzycieli dobrowolnych, tzw. wierzycieli prostych (słabych). Do grupy tej należą takie podmioty, jak konsumenci, pracownicy spółki czy pomniejsi wierzyciele handlowi: mikro- i małe przedsiębiorstwa, które w Polsce stanowią około 99% uczestników rynku²⁸. Ograniczona siła kontraktowa limituje ich zdolność do selekcji i wyboru rzetelnego partnera handlowego oraz wprowadzania do umów postanowień niestandardowych, chroniących dostatecznie ich interesy²⁹. Członkowie tej grupy nie posiadają statusu umożliwiającego im stawianie żądań, a niekiedy nawet podjęcie negocjacji co do treści umowy. Klasycznym przykładem wierzycieli prostych są konsumenci, dla których często jedyną alternatywą jest rezygnacja ze współpracy (zob. umowy adhezyjne)³⁰. Ponadto, niejednokrotnie wierzyciele prości

niemożliwości dokonania precyzyjnej antycypacji przyszłej wypłacalności spółki, a nawet przewidzenia poziomu ryzyka związanego z daną transakcją w celu dostosowania stopy kredytowej”; *Explanatory Memorandum*, s. 9.

²⁷ J. Armour: *Share Capital...*, *op. cit.*, s. 362.

²⁸ Według raportu dotyczącego stanu sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce przygotowanego przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości na rok 2017 „sektor MSP (mikro-, małe i średnie firmy) stanowi przeważającą większość przedsiębiorstw w Polsce — 99,8%. Najliczniejsze są oczywiście najmniejsze podmioty — 96% to mikroprzedsiębiorstwa (1,84 mln). Udział firm małych w strukturze polskich przedsiębiorstw wynosi 3,0% (56,7 tys.), średnich — 0,8% (15,6 tys.), zaś dużych — tylko 0,2% (3,4 tys.)”. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, *Raport PARP o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, https://www.parstr.gov.pl/images/PARP_publications/pdf/raport%20o%20stanie%20sektora%20msp%20w%20polsce_2017.pdf (dostęp: 30 kwietnia 2018 r.).

²⁹ I. Komarnicki: *Prawo akcjonariusza do udziału w zysku*, Warszawa 2007, s. 121.

³⁰ H. Merkt: *Creditor Protection and Capital Maintenance from German Perspective*, *European Business Law Review* 2004, nr 5, s. 1050; W. Schön: *The future of Legal Capital*, *European Business Organization Law Review* 2004, nr 5, s. 440.

nie dysponują odpowiednią wiedzą w obszarze dostępności, kształtu, roli i znaczenia poszczególnych klauzul umownych. Podczas więc gdy wierzyciele dobrowolnie o silnej pozycji rynkowej korzystają z przywileju swobodnego kształtowania stosunku umownego „zarówno *de iure*, jak i *de facto*”³¹, wierzyciele prosi pozbawieni są realnego wpływ na kształt stosunku obligacyjnego. W praktyce, ich autonomia na płaszczyźnie kształtowania relacji zobowiązaniowej pozostaje często iluzoryczna.

W obronie wierzycieli niewyrafinowanych podnosi się, że grupa ta może czerpać korzyści z umownych ograniczeń, które nakładane są na dłużników przez wierzycieli instytucjonalnych. Zjawisko to nazywane jest potocznie efektem gapowicza (ang. *free-riding effect*) i ma miejsce, gdy podmiot korzysta z zabezpieczeń poczynionych przez podmiot trzeci, nie ponosząc przy tym kosztów własnych³². Tytułem przykładu, z taką korzyścią po stronie wierzyciela mamy do czynienia, gdy bank zobowiąże dłużnika z tytułu umowy kredytowej do utrzymywania odpowiedniego poziomu kapitałów własnych czy aktywów płynnych bądź też uzależni wypłatę dywidendy od swojej zgody. W tym przypadku z „dobrodziejstwa” postanowień nastawionych na utrzymanie pozytywnej sytuacji finansowej kontrahenta czerpać będą także wierzyciele pomniejsi. Przyjęcie tej prostej logiki oznaczałoby, że nałożenie na dłużnika ograniczeń przez wierzycieli o silnej pozycji rynkowej zabezpiecza interesy całej grupy i może podważać potrzebę ochrony za pomocą narzędzi prawa pozytywnego. Należy jednak pamiętać, że umiejętne wykorzystywanie silnej pozycji negocjacyjnej, w tym zwyczajowe wprowadzanie do umów klauzul natychmiastowej wymagalności długu (tzw. *event risk clauses*) czy wysokich kar umownych, co prawda umożliwia sprawne zaspokojenie wyrafinowanego wierzyciela, lecz równocześnie prowadzi do zachwiania stabilności finansowej całego przedsiębiorstwa, na skutek gwałtownego spadku kapitału. Okoliczność ta przyczyniać się może zaś do niewypłacalności dłużnika i pogorszenia sytuacji całej grupy interesariuszy, co jest szczególnie groźne w przypadku ustanawiania zabezpieczeń rzeczowych na majątku dłużnika. W schemat ten wpisuje się również problem tzw. cichej likwidacji, gdzie wierzyciel instytucjonalny, wykorzystując doświadczenie w zakresie monitorowania finansów spółki, jest w stanie wypowiedzieć kredyt dłużnikowi czy to na podstawie klauzuli kontraktowej, czy w oparciu o art. 458 k.c., przed postawieniem go w stan upadłości³³. Prowadzi to do nagłego spadku aktywów spółki, co w dalszej perspektywie utrudnia bądź wręcz uniemoż-

³¹ A. Radwan: *Sens i nonsens...*, *op. cit.*, s. 44.

³² Por. J. Armour: *Share Capital...*, *op. cit.*, s. 361; L. Enriques, J.R. Macey: *Creditors Versus Capital...*, *op. cit.*, s. 1172; J. Payne: *Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006*, University of Oxford Working Paper nr 13/2008, s. 14. Krytycznie na temat efektu *free riding*: P.O. Mülbert: *A synthetic View of Different Concepts...*, *op. cit.*, s. 357; H. Merkt: *Creditor Protection and Capital Maintenance...*, *op. cit.*, s. 1045.

³³ Podstawę postawienia wierzytelności kredytowej w stan wymagalności stanowi również art. 75 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2187), który w sytuacji zagrożenia wypłacalności kredytobiorcy przyznaje bankom prawo do obniżenia kwoty kredytu bądź jego wypowiedzenia, przy zachowaniu trzydziesto- lub siedmiodniowego terminu wypowiedzenia.

liwia zaspokojenie niezabezpieczonych wierzycieli (bądź wierzycieli o niższym priorytecie zaspokojenia), a także efektywne przeprowadzenie postępowania upadłościowego z uwagi na ubóstwo masy³⁴. Dostępność instrumentów wpływających na spłatę zobowiązania jeszcze przed ogłoszeniem upadłości dłużnika zniechęca podmioty, którym instrumenty te przysługują, do podejmowania działań prowadzących do otwarcia procedury naprawczej lub upadłościowej. Jeśli bowiem ich interesy mogą zostać zaspokojone jeszcze przed rozpoczęciem postępowania, i to w pierwszej kolejności, doprowadzanie do stanu potencjalnej konkurencji wierzycielności wobec pozostałych pokrzywdzonych jest rozwiązaniem ekonomicznie nieracjonalnym.

Upośledzenie pozycji wierzycieli o słabej sile rynkowej nie oznacza jednak, że grupa ta jest całkowicie pozbawiona instrumentów ochronnych³⁵. Wskazuje się chociażby, że z praktycznego punktu widzenia głównym przedmiotem zainteresowania tej grupy nie jest stan bilansowy spółki czy wartość aktywów trwałych, lecz krótkoterminowe aktywa pieniężne oraz ich płynność, ograniczone w praktyce do horyzontu ostatnich trzech miesięcy, co może znacznie ułatwiać antycypację zdolności płatniczej dłużnika³⁶. Przejawem dbałości o interesy tej kategorii wierzycieli jest również rozwój przepisów należących do innych gałęzi prawa cywilnego, takich jak regulacje prawa pracy, prawo upadłościowe (np. uprzywilejowanie pracowników w zakresie podziału sumy uzyskanej z egzekucji), prawo ubezpieczeń społecznych czy prawo konsumenckie³⁷. Z argumentów działających na korzyść wierzycieli słabych wymienia się również narzędzia informacyjne, tj. dostęp do danych finansowych dłużnika udostępnianych w ramach obowiązków ustawowych czy też przez profesjonalne agencje ratingowe³⁸. Zaletą tego typu instrumentów jest ich dostępność *ad hoc* oraz niewielkie koszty pozyskania, co w zestawieniu ze zwyczajowo krótkoterminowym horyzontem współpracy z dłużnikiem może w pewnych okolicznościach prowadzić do kompensacji ich ułomnego położenia³⁹.

Niezależnie od powyższego, przedstawiona wyżej analiza zdaje się dowodzić, że wierzyciele o słabszej pozycji rynkowej, ograniczając się do rozwiązań umow-

³⁴ W 2015 r. spośród 4133 rozpatrzonych wniosków o upadłość 1180 z nich zostało oddalonych z powodu ubóstwa masy. Zob. Coface: *Raport Coface nt. wniosków o ogłoszenie upadłości w 2015 r.*, Warszawa, 8 lutego 2016 r., <http://www.coface.pl/Aktualnosci-i-media/Biuro-prasowe/Raport-Coface-nt.-WNIOSKOW-o-ogloszenie-upadlosci-w-2015-r> (dostęp: 30 kwietnia 2018 r.).

³⁵ Więcej na ten temat zob.: L. Enriques, J.R. Macey: *Creditors Versus Capital...*, *op. cit.*, s. 1188; P.O. Mühlbert, M. Birke: *Legal Capital — Is There a Case...*, *op. cit.*, s. 713.

³⁶ P.O. Mühlbert, M. Birke: *Legal Capital — Is There a Casa...*, *op. cit.*, s. 713.

³⁷ Zob. P. Sobolewski: *Środki prawne...*, *op. cit.*, s. 17, gdzie na poparcie stawianej w niniejszym opracowaniu tezy o niewystarczalności regulacji kontraktowych w zakresie ochrony interesów wierzycieli autor podkreśla, że: „Gdyby pozycje ekonomiczne stron stosunków cywilnoprawnych zawsze pozwalały na swobodne negocjacje warunków kontraktu, najsilniej rozwijająca się obecnie w prawie prywatnym UE dziedzina prawa prywatnego — prawo konsumenckie — byłaby zbędna”.

³⁸ M. Siems, L. Herzog, E. Rosenhäger: *The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)*, *European Business Organization Law Review* 2011, nr 12, s. 153.

³⁹ P.O. Mühlbert: *A synthetic View...*, *op. cit.*, s. 379.

nych, nie są w stanie adekwatnie zabezpieczyć swych interesów. Argumenty o ich ochronie za pośrednictwem informacji powszechnie dostępnych można zaś łatwo obalić poprzez wskazanie na ich szybką dezaktualizację, ograniczony zakres czy brak umiejętności kompleksowej interpretacji wyników finansowych dłużnika przez niewielkich przedsiębiorców⁴⁰. Należy także zauważyć, że popularność agencji ratingowych w Europie jest znacznie mniejsza aniżeli w Stanach Zjednoczonych. Także argument o krótkoterminowym charakterze zobowiązań nie wydaje się przekonujący. Nierzadko bowiem relacje handlowe z dłużnikiem nawiązywane są przez mikro- czy małe przedsiębiorstwa na lata, przybierając charakter długoterminowy. Co zaś szczególnie istotne, ochrona wierzycieli drobnych za pomocą narzędzi umownych wiązałaby się z kosztami pozostającymi niejednokrotnie w rażącej dysproporcji w stosunku do przeciętnej wartości świadczenia dłużnika⁴¹. Zdaje się więc nie ulegać wątpliwości, że z uwagi na silnie ograniczony potencjał negocjacyjny wierzycieli słabych dla omawianej grupy lepszą gwarancję stanowią kolektywne mechanizmy ochronne uregulowane na poziomie ustawowym. Gwarantują bowiem ustandaryzowane reguły gry, zapewniając minimalne standardy protekcji. Z tych względów ustawodawcy krajowi od lat wychodzą naprzeciw potrzebom praktyki gospodarczej związanym z ochroną wierzycieli o słabej pozycji kontraktowej, wprowadzając takie rozwiązania, jak chociażby obowiązkowe ubezpieczenia dla świadczeń emerytalnych pracowników czy Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych⁴², co *de lege lata* stanowi przejaw normatywnego zróżnicowania pozycji poszczególnych grup wierzycieli na gruncie prawa polskiego w oparciu o ich pozycję negocjacyjną.

Powyższe argumenty uzasadniają jednocześnie koncentrację ustawodawcy na potrzebach wierzycieli drobnych, o słabej pozycji rynkowej, jako najliczniejszej grupie odbiorców norm zabezpieczających, z uwagi na ich ograniczenia w obszarze potencjału kontraktowego czy ewaluacji ryzyka⁴³.

⁴⁰ Tak również: P. Sobolewski: *Środki prawne...*, *op. cit.*, s. 18. Możliwość wykorzystania narzędzi informacyjnych doznaje szczególnie daleko idących ograniczeń w odniesieniu do małych przedsiębiorstw, przede wszystkim z uwagi na problem szybkiej dezaktualizacji danych, objęcie obowiązkami informacyjnymi zbyt obszernych okresów finansowych oraz wspomniany brak potencjału wierzycieli słabych do właściwej oceny przedstawionych informacji. Nadto, w praktyce większość spółek nie przygotowuje sprawozdań finansowych w sposób rzetelny, co dodatkowo zmniejsza wartość praktyczną tego typu informacji.

⁴¹ A. Opalski: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli...*, *op. cit.*, s. 493.

⁴² Ustawa z dnia 13 lipca 2006 r. o ochronie roszczeń pracowniczych w razie niewypłacalności pracodawcy (Dz. U. Nr 158, poz. 1121). Na poziomie normatywnym przykładem zmiany układu sił w upadłości jest również przyznanie przez ustawodawcę preferencji w zakresie zaspokojenia z majątku upadłego wierzycielom o słabszej pozycji negocjacyjnej, jak np. pracownicy spółek czy wierzyciele alimentacyjni (zob. art. 342 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. — Prawo upadłościowe, t.j. Dz. U. 2017 r. poz. 2344). Z drugiej strony prawo upadłościowe silnie uprzywilejowuje tzw. wierzycieli rzeczowych, zabezpieczonych hipoteką czy zastawem. W praktyce zaś z tego typu środków ochronnych korzystają niemal wyłącznie wierzyciele wyrafinowani, w tym przede wszystkim banki.

⁴³ Tak m.in.: R. Kraakman: *Concluding Remarks...*, *op. cit.*, s. 465; P. Sobolewski: *Środki prawne...*, *op. cit.*, s. 18.

WIERZYCIELE PRZYMUSOWI

Dokonując systematyzacji szerokiego i zróżnicowanego kręgu wierzycieli, nie należy zapominać o grupie, którą stanowią wierzyciele przymusowi. Popularność spółek prawa handlowego ograniczających odpowiedzialność osobistą wspólników rodzi pokusę podejmowania działań charakteryzujących się wysokim ryzykiem. Konsekwencją tego typu zachowań może być powstanie po stronie spółki odpowiedzialności deliktowej, wynikającej z odpowiedzialności za produkt niebezpieczny, szkody środowiskowe czy będącej konsekwencją wypadków w miejscu pracy⁴⁴. Wierzyciele przymusowi plasują się po drugiej stronie dokonanego na wstępie niniejszego artykułu podziału przeprowadzonego według kryterium pochodzenia roszczenia, a analiza pozycji tej grupy rodzi zgoła inne problemy aniżeli poruszane dotychczas. Podczas gdy wierzyciele kontraktowi mają, co do zasady, wpływ jeśli nie na kształt stosunku, to chociaż na podjęcie decyzji: kontraktować czy nie, roszczenia wynikające z deliktu nie korzystają z tego przywileju. Grupę wierzycieli deliktowych pozbawia się bowiem decyzyjności w nawiązywaniu stosunku zobowiązaniowego, a tym bardziej wpływu na kształt zaistniałego stosunku obligacyjnego⁴⁵.

Problem ochrony wierzycieli przymusowych wymaga tym samym podejścia zgoła odmiennego. Dyferencja ta ma swoje źródło zarówno w sferze etycznej, jak i prawnej. Wobec istotnej liczby roszczeń wysuwanych przez tę grupę, przede wszystkim w obszarze pozwów odszkodowawczych, obowiązek jej ochrony na poziomie normatywnym zdaje się nie budzić kontrowersji⁴⁶. Stan ten skłania nie tylko do wysuwania postulatów o szczególną dbałość w zabezpieczeniu interesów tej grupy, lecz jest także niejednokrotnie źródłem daleko idących propozycji doktrynalnych, jak nieograniczona czy rozszerzona odpowiedzialność osobista udziałowców za zobowiązania deliktowe⁴⁷. W literaturze trafnie postuluje się o nadanie interesom wierzycieli przymusowych pierwszeństwa w kolejności zaspokojenia z masy upadłościowej⁴⁸ czy ochrony ich roszczeń poprzez powszechny obowiązek ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej⁴⁹. W przypadku wierzycieli przymu-

⁴⁴ Tak H. Fleischer: *Legal Capital: A Navigation for Corporate Law Scholarship*, European Business Organization Law Review 2006, nr 7, s. 32. Jako przykład członków wchodzących w skład grupy wierzycieli przymusowych podaje się również wierzycieli publicznoprawnych, jak organy podatkowe czy Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Wydaje się jednak, że z uwagi na specyficzny rodzaj, jak i sposób egzekucji wierzytelności przysługujących tym jednostkom, na potrzeby niniejszego artykułu należy wykluczyć ich z grupy wierzycieli przymusowych. Por. J. Armour: *Legal Capital: an Outdated Concept?*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1, s. 16.

⁴⁵ K. Osajda: *Niewypłacalność spółki z o.o. ...*, *op. cit.*, s. 43.

⁴⁶ R. Kraakman: *Concluding Remarks...*, *op. cit.*, s. 466.

⁴⁷ Por.: H. Hansmann, R. Kraakman: *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, Yale Law Journal 1991, nr 100, s. 1879; J. Modrzejewski, C. Wiśniewski: *Zmierzch minimum kapitałowego — i co dalej*, PPH 2013, nr 12, s. 33.

⁴⁸ D.W. Leebron: *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, Columbia Law Review 1991, t. 91, nr 7, s. 1565.

⁴⁹ S. Shavell: *The judgment proof problem*, International Review of Law and Economics 1986, nr 6, s. 45; H. Hansmann, R. Kraakman: *Toward Unlimited...*, *op. cit.*, s. 1879.

sowych trudno bowiem dowodzić słuszności podstaw ograniczenia odpowiedzialności spółek kapitałowych. Gdy uzasadnione wydaje się przyjęcie, że przedsiębiorca świadomie podejmujący współpracę handlową ze spółką kapitałową musi wziąć pod uwagę wynikające z tej relacji ryzyko, zasada ta nie odnosi się do podmiotów niemających wpływu na kształt, a tym bardziej na powstanie wierzytelności.

W kontekście wierzycieli deliktowych szczególnego znaczenia nabiera przy tym pytanie, czy prawo korporacyjne stanowi właściwą płaszczyznę do kształtowania narzędzi ochronnych adekwatnych dla tej grupy. Tym bardziej że na gruncie rozwiązań polskiego prawa spółek nie znajdujemy podstaw różnicowania pozycji wierzycieli spółek o ograniczonej odpowiedzialności w zależności od źródła powstania ich wierzytelności⁵⁰. Wydaje się bowiem, że upływ czasu oraz związany z nim rozwój różnorodnych dyscyplin prawa prywatnego wymusza przewartościowanie rozkładu regulacji ochronnych pomiędzy poszczególnymi gałęziami prawa. Silniejszy protekcjonizm ustawodawczy wobec wierzycieli przymusowych stanowi od wielu lat cechę charakterystyczną zarówno ustawodawstwa krajowego, jak i europejskiego. Intensyfikacja poziomu „kurateli” normatywnej nie przebiega jednak na poziomie prawa spółek, lecz regulacji z zakresu pracy, prawa ubezpieczeń, prawa ochrony środowiska czy prawa upadłościowego. W obliczu powyższego słusznie dostrzega się zasadność przeniesienia punktu ciężkości ochrony wierzycieli niekontraktujących z poziomu prawa korporacyjnego na pozostałe gałęzie prawa cywilnego. Zaś w razie konieczności wzmocnienia pozycji wierzycieli deliktowych na poziomie prawa spółek skutecznych rozwiązań należy poszukiwać w takich instrumentach prawa handlowego, jak doktryna przebicia zasłony korporacyjnej (ang. *piercing the corporate veil*) czy odpowiedzialności dyrektorów faktycznych (ang. *shadow directors*)⁵¹.

PODSUMOWANIE

Przedstawiona analiza skłania do wysunięcia twierdzenia, że w praktyce stworzenie w pełni efektywnego systemu ochrony interesów wierzycieli w oparciu wyłącznie o narzędzia kontraktowe nie jest możliwe. Prowadzi również do konieczności uznania skuteczności umownych metod ochrony wierzycieli za niesymetryczną, bowiem konkretne kowenanty mogą wywierać zupełnie inny efekt na sytuację indywidualną jednostek wewnątrz poszczególnych grup wierzycieli⁵². Instrumenty

⁵⁰ K. Osajda: *Niewypłacalność spółki z o.o. ...*, *op. cit.*, s. 43.

⁵¹ Jak jednak wynika z aktualnej linii orzeczniczej Sądu Najwyższego obecnie na podstawie krajowych regulacji prawnych brak jest podstaw dochodzenia roszczeń wobec tzw. dyrektorów faktycznych. Por. wyrok SN z dnia 17 lutego 2016 r., III CSK 107/15, OSNC 2007, nr 2, poz. 24, czy wyrok SN z dnia 10 stycznia 2008 r., IV CSK 356/07, OSNC 2009, nr 3, poz. 43.

⁵² F. Denozza: *Different Policies for Corporate Creditor Protection*, *European Business Organization Law Review* 2006, t. 7, nr 1, s. 410. Opisany mechanizm zróżnicowanego oddziaływania instrumentów ochronnych na poszczególne grupy wierzycieli stanowi według autora przejaw zjawiska „asymetrii reguł ochrony wierzycieli”.

prawne, które mają na celu ograniczenie strat ponoszonych przez jedną kategorię wierzycieli, przyczyniają się do pogorszenia sytuacji pozostałych. Wierzyciele o silnej pozycji rynkowej będą bowiem zawsze posiadać możliwość zabezpieczenia swoich interesów „nie tylko przeciwko oportunistom dłużnika, lecz także — i w szczególności — przed innymi kategoriami wierzycieli”⁵³. Prawdą jest, że kowenanty stanowią mechanizm dalece bardziej elastyczny aniżeli ryczałtowe i sztywne rozwiązania legislacyjne. Na pewnym etapie trwania stosunku obligacyjnego mogą również działać w interesie całej grupy. Niemniej charakter takich regulacji w mgnieniu oka z parasola ochronnego może zmienić się w przysłowiowy „gwóźdź do trumny”, odcinając możliwość zaspokojenia uprawnionych roszczeń drobnych interesariuszy.

Co jednak ważniejsze, choć zapisy kontraktowe stanowią jeden z najpowszechniejszych i najlepiej sprawdzających się empirycznie instrumentów prewencyjnych, to z uwagi na ich subiektywną dostępność wewnątrz grupy wierzycieli dobrowolnych oraz całkowity brak dostępności w grupie wierzycieli niedobrowolnych, nie stanowią narzędzia kompleksowego, jawiącego się jako remedium na problemy, które stawia przed wierzycielami ograniczona odpowiedzialność spółki — dłużnika. Dodatkowych racji temu stanowisku dostarcza fakt, że na gruncie krajowym grupa wierzycieli wyrafinowanych ograniczona jest do przytłaczająco niskiej wartości około 0,2% uczestników rynku⁵⁴. Oznacza to, że znakomita większość uczestników obrotu w mniejszym bądź większym stopniu pozbawiona jest przywileju sięgania do palety rozwiązań układowych, będąc zmuszona do bazowania na alternatywnych instrumentach ochronnych, w tym przede wszystkim mandatorijnych mechanizmach kodeksowych. Wydaje się przy tym, że w sposób uprawniony można zaryzykować twierdzenie, że większość uczestników polskiego rynku gospodarczego nie posiada świadomości istnienia grosza konstrukcji składających się na kowenanty umowne. Wraz z globalizacją handlu sytuacja ta ulega stopniowej poprawie i niewykluczone, że na przestrzeni lat przedstawione w niniejszym artykule stanowisko trzeba będzie poddać rewizji, chociażby z uwagi na istotny wzrost zainteresowania regulacjami systemu prawa anglosaskiego. Obecnie jest jednak pewne, że podstawowe narzędzia ochronne winny podlegać regulacji prawa prywatnego, nawet gdyby prowadziło to do nakładania się na siebie ustawowych i kontraktowych instrumentów protekcyjnych. Takie podejście gwarantuje niezbędne minimum ochrony, której zakres zawsze może zostać rozszerzony, lecz nie powinien ulegać kompresji⁵⁵.

W końcu, stanowisko powyższe zostaje wzmocnione ideą sprawiedliwościową. Wzorcowy system prawny nie opiera się bowiem wyłącznie na ekonomii norm prawnych, gloryfikowanej przez amerykański system prawa spółek, zorientowany

⁵³ *Ibidem*, s. 411.

⁵⁴ Zob. I. Komarnicki: *Prawo akcjonariusza...*, *op. cit.*, s. 121.

⁵⁵ Podobne stanowisko zostało zaprezentowane przez prof. J. Armour podczas debaty na temat przyszłości kapitału zakładowego. Zob. R. Kraakman: *Concluding Remarks...*, *op. cit.*, s. 469.

na potrzeby wysoko rozwiniętego rynku kapitałowego, tak odmiennego od rodzimych realiów gospodarczych. Za równie doniosłą co doktryna ekonomii prawa uznać należy zasadę sprawiedliwości społecznej, bliższą rodzimym rozwiązaniom prawnym, z którą niezabezpieczona eksternalizacja ryzyka handlowego pozostaje w bezpośredniej sprzeczności. W ostatecznym rozrachunku należy bowiem pamiętać, że ochrona wierzycieli przekłada się na ochronę globalnych interesów całego społeczeństwa⁵⁶.

Jednocześnie, wydaje się, że istnieje silna potrzeba przesunięcia punktu ciężkości narzędzi ochrony wierzycieli z regulacji prawa spółek na rzecz pozostałych gałęzi prawa cywilnego, przede wszystkim prawa upadłościowego. Na poziomie prawa spółek normy dotyczące wypłaty *causa societatis* (wypłata dywidendy, redukcja kapitału, zakup czy umorzenie akcji własnych) powinny zostać zaś uregulowane na drodze podejścia opartego na utrzymaniu wypłacalności jednostki (ang. *solvency based approach*), umożliwiając przedsiębiorcom swobodne manipulacje kapitałem, jak i kształtowanie polityki wypłat z majątku spółki, o ile tylko zapewniona zostanie jej przyszła zdolność do spłaty zobowiązań wraz z nadejściem ich wymagalności. To zaś od dekad osiąga się za granicą nie za pośrednictwem ryczałtowych kwot kapitału minimalnego, lecz za pomocą testu wypłacalności (ang. *solvency test*) czy doktryny przekierowania adresata obowiązków powierniczych funkcjonariuszy korporacyjnych spółki w kryzysie z akcjonariuszy na wierzycieli, regulując resztę instrumentów ochronnych na poziomie prawa upadłościowego takimi mechanizmami, jak angielski zakaz *wrongful trading* (section 214 Insolvency Act 1986) czy australijskie *insolvent trading* (section 588G Australian Corporation Act 2001), reguły z obszaru subordynacji roszczeń czy przede wszystkim amerykańskie regulacje z zakresu prawa oszukańczych rozporządzeń (§ 548 Bankruptcy Code, § 4 Uniform Fraudulent Transfer Act), które cechują się w obszarze ochrony wierzycieli znacznie większą skutecznością aniżeli normy prawa spółek⁵⁷.

BIBLIOGRAFIA

- Armour J.: *Legal Capital: an Outdated Concept?*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1.
- Armour J.: *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, The Modern Law Review 2000, t. 63, nr 3.
- Baird D.G.: *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: The Role of Fraudulent Transfer Law*, European Business Organization Law Review 2006, nr 7.

⁵⁶ *Ibidem*, s. 451.

⁵⁷ Por. G. Wagner: *Distributions to Shareholders and Fraudulent Transfer Law*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1, s. 230.

- Bebchuk L.A., Freid J.M.: *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy: Further Thoughts and a Replay to Critics*, Cornell Law Review 1997, t. 82.
- Bebchuk L.A., Freid J.M.: *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, Yale Law Journal 1996, nr 105.
- Blumberg P.: *Limited Liability and Corporate Groups*, The Journal of Corporation Law 1986, t. 11.
- Coface: *Raport Coface nt. wniosków o ogłoszenie upadłości w 2015 r.*, Warszawa, 8 lutego 2016 r., <http://www.coface.pl/Aktualnosci-i-media/Biuro-prasowe/Raport-Coface-nt.-WNIOSKOW-o-ogloszenie-upadlosci-w-2015-r>. (dostęp: 30 kwietnia 2018 r.).
- Denozza F.: *Different Policies for Corporate Creditor Protection*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1.
- Engert A., Feldman R., Huff P., McKenzie-Skene D.: *Twilight in the Zone of Insolvency: Fiduciary Duty and Creditors of Troubled Companies — Comparative & International Perspectives*, Journal of Business & Technology Law 2007, t. 1, nr 2.
- Enriques L., Marcey J.: *Creditor Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, Cornell Law Review 2001, nr 86.
- Ferran E.: *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, ECGI Law Working Paper nr 2005/51.
- Fleischer H.: *Legal Capital: A Navigation for Corporate Law Scholarship*, European Business Organization Law Review 2006, nr 7.
- Frąckowiak J.: *Demontaż spółki z o.o. czy nowy rodzaj spółki kapitałowej — uwagi na tle proponowanej nowelizacji kodeksu spółek handlowych*, PPH 2011, nr 6.
- Hansmann H., Kraakman R.: *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, Yale Law Journal 1991, nr 100.
- Herbet A.: *Kapitał zakładowy i udziały (w:) System prawa prywatnego*, t. 17A, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2015.
- Kappes A.: *Odpowiedzialność wspólników za zobowiązania spółki kapitałowej w prawie polskim de lege lata*, Przegląd Prawa Handlowego 2017, nr 9.
- Kennedy J.C.: *Commentaries on Model Debenture Indenture Provisions — 1965, Model Debenture Indenture Provisions — All Registered Issues — 1967 and Certain Negotiable Provisions Which May Be Included In A Particular Incorporating Indenture*, The Business Lawyer 1972, t. 27, nr 4.
- Komarnicki I.: *Prawo akcjonariusza do udziału w zysku*, Warszawa 2007.
- KPMG: *Feasibility study on alternative to capital maintenance regime as established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13.12.1976 and the examination of the implications of the new accounting regime on profit distributions*, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf (dostęp: 30 kwietnia 2018 r.).

- Kraakman R.: *Concluding Remarks on Creditor Protection*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1.
- Leebron D.W.: *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, Columbia Law Review 1991, t. 91, nr 7.
- Littleton A.C.: *The Dividend Base*, The Accounting Review 1935, t. 9, nr 2.
- Manz Ch.C., Sims H.P.: *Company of Heroes. Unleashing the Power of Self-Leadership*, New York 1996.
- Merkel H.: *Creditor Protection and Capital Maintenance from German Perspective*, European Business Law Review 2004, nr 5.
- Modrzejewski J., Wiśniewski C.: *Zmierzch minimum kapitałowego — i co dalej*, Przegląd Prawa Handlowego 2013, nr 12.
- Mülbert P.O.: *A synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection — Or a High-Level framework for Corporate Creditor Protection*, European Business Organization Law Review 2006, nr 7.
- Mülbert P.O., M. Birke: *Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?*, European Business Organization Law Review 2002, nr 3.
- Myśliwiec G.: *Techniki i triki negocjacyjne*, Warszawa 1999.
- Nash R., Netter J., Poulsen A.: *Determinants of Contractual Relations between Shareholders and Bondholders: Investment Opportunities and Restrictive Covenants*, Journal of Corporate Finance 2003, t. 9, nr 2.
- Opalski A.: *Kapitał zakładowy: skuteczny instrument ochrony wierzycieli czy przestarzała koncepcja prawna? Próba porównania modeli ochrony wierzycieli w prawie państw europejskich i Stanów Zjednoczonych*, Kwartalnik Prawa Prywatnego 2004, z. 2.
- Opalski A.: *Kapitał zakładowy. Zysk. Umorzenie*, Warszawa 2002.
- Oplustil K.: *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010.
- Oplustil K.: *Pożyczki wspólników udzielane spółkom kapitałowym: analiza regulacji art. 14 § 3 i art. 189 § 2 k.s.h.*, Zakamycze 2001.
- Osajda K.: *Niewypłacalność spółki z o.o. Odpowiedzialność członków zarządu wobec jej wierzycieli*, Warszawa 2014.
- Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości: *Raport PARP o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, https://www.parstr.gov.pl/images/PARP_publications/pdf/raport%20o%20stanie%20sektora%20msp%20w%20polsce_2017.pdf (dostęp: 30 kwietnia 2018 r.).
- Posner E.: *Economic Analysis of Contract Law After Three Decades: Success or Failure*, Yale Law Journal 2003, nr 112.
- Radwan A.: *Gra o tron, czyli o filozofii sporu wokół kapitału zakładowego*, Rzeczpospolita z 31 października 2013 r.
- Radwan A.: *Sens i nonsens kapitału zakładowego — przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych (w:) Europejskie*

- prawo spółek, t. II, *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, pod red. M. Cejmera, J. Napierały, T. Sójki, Kraków 2005.
- Romanowski M.: *W sprawie spółki z o.o. „light” i efektywności kapitału zakładowego*, Przegląd Prawa Handlowego 2010, nr 1.
- Schön W.: *The future of Legal Capital*, European Business Organization Law Review 2004, nr 5.
- Shavell S.: *The judgment proof problem*, International Review of Law and Economics 1986, nr 6.
- Siems M., Herzog L., Rosenhäger E.: *The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)*, European Business Organization Law Review 2011, nr 12.
- Slaughter and May: *A Guide To The Loan Market Association Documentation For Investment-Grade Borrowers April 2013*, https://www.treasurerstr.org/ACTmedia/ACT_guide_LMA_doc.pdf (dostęp: 30 kwietnia 2018 r.).
- Smith M., Warner J.: *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, Journal of Financial Economics 1979, nr 7.
- Sobolewski P.: *W sprawie przyszłości kapitału zakładowego i innych środków ochrony wierzycieli*, Przegląd Prawa Handlowego 2011, nr 9.
- Sobolewski P.: *Środki prawne ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, Przegląd Prawa Handlowego 2011, nr 5.
- Sołtysiński S., Moskwa P. (w:) *System prawa prywatnego*, t. 17A, *Prawo spółek kapitałowych*, pod red. S. Sołtysińskiego, Warszawa 2015.
- Targosz T.: *Odpowiedzialność wspólnika wobec wierzycieli spółki*, Przegląd Prawa Handlowego 2003, nr 4.
- Wagner G.: *Distributions to Shareholders and Fraudulent Transfer Law*, European Business Organization Law Review 2006, t. 7, nr 1, s. 230.
- Wajda D.: *Ubezpieczenia Directors and Officers (D&O)*, Prawo Spółek 2007, nr 3.
- Wiórek P.: *Odpowiedzialność przebijająca w prawie niemieckim*, Przegląd Prawa Handlowego 2017, nr 9.
- Wiórek P.: *Ochrona wierzycieli spółki z o.o. poprzez osobistą odpowiedzialność jej wspólników. Koncepcja odpowiedzialności przebijającej i nadużycia formy prawnej spółki w prawie niemieckim i polskim*, Wrocław 2016.

Słowa kluczowe: kowenanty, wierzyciele, ochrona wierzycieli, alternatywne instrumenty ochrony wierzycieli, kapitał zakładowy, wierzyciele wyrafinowani, pozycja negocjacyjna, ekonomiczna analiza prawa

NATALIA WIELGAT

CAN CREDITORS PROTECT THEMSELVES?
CATEGORIZATION AND PROTECTION OF INDIVIDUAL GROUPS
OF CREDITORS THROUGH BOND COVENANTS

S u m m a r y

The proposed company law legislative reforms concerning deregulation of the capital maintenance regime give rise to a question about the need for implementation of the alternative creditors protection instruments. However, in the current inter-reformation period it is worth to solve a fundamental issue, which is whether in the present normative and economic Polish environment the interference of commercial companies law in the area of creditor protection through normative tools remains legitimate, or perhaps creditors are able to take care of their interests based on contractual tools. The purpose of the article is to classify, characterize and assess the potential of individual groups of creditors to independently protect their bargain through the most common and most effective contractual instrument of creditors' protection — bond covenants. In order to achieve that, the article transplants the Anglo-Saxon doctrinal discussion into the Polish market realities.

Keywords: bond covenants, creditors, creditors protection, alternative instruments of creditors protection, share capital, sophisticated creditors, negotiating power, law and economics