

# Wprowadzenie

## Problem badawczy

Transakcje lewarowane pojawiły się na początku XX w. w Stanach Zjednoczonych Ameryki (USA), skąd rozprzestrzeniły się na inne rynki<sup>1</sup>. W uproszczeniu transakcje lewarowane są odwrotnością konwersji długu na kapitał własny, skutkującą **substytucją długu w miejsce kapitału własnego** spółki. Polegają one na obciążeniu spółki, będącej celem transakcji (spółki-celu), zadłużeniem finansującym wypłatę świadczenia pieniężnego na rzecz jej wspólników. Następstwem tej operacji jest wzrost wskaźnika dźwigni finansowej będącego ilorazem wartości długu i aktywów spółki. Termin „transakcja lewarowana” (ang. *leveraged transaction*) nawiązuje więc celowo do terminu „dźwignia finansowa” (ang. *financial leverage*). Transakcje te można podzielić na wykupy lewarowane (ang. *leveraged buyout*, LBO) oraz rekapitalizacje lewarowane (ang. *leveraged recapitalization*)<sup>2</sup>.

Oceny transakcji lewarowanych są skrajne. Z jednej strony podnosi się, że transakcje tego rodzaju niosą korzyści gospodarcze znacznie przekraczające negatywny wpływ podwyższonego poziomu ryzyka finansowego<sup>3</sup>, co w sposób „niezaprzeczalny” pozytywnie wpływa na gospodarkę<sup>4</sup>. Z drugiej strony, już w latach 40. XX w. pojawiały się zarzuty dotyczące „skandalicznych nadużyć” związanych z transakcjami lewarowanymi<sup>5</sup>, natomiast proces wzrastających wo-

---

<sup>1</sup> Być może pierwszym wykupem lewarowanym na dużą skalę był wykup spółki Ford Motor Company przeprowadzony w 1919 r. przez jej założyciela, Henry’ego Forda. Zob. *P.A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Hoboken 2015, s. 312.

<sup>2</sup> Upraszczając, wykup lewarowany jest taką transakcją lewarowaną, w której wspólnicy otrzymują wypłatę od podmiotu spoza grupy kapitałowej spółki-celu, podczas gdy rekapitalizacja lewarowana to każda transakcja lewarowana niebędąca wykupem. Zob. Rozdział II § 1 pkt III.

<sup>3</sup> *C. Day, M.P. Walls, L.A. Dolak*, Riding the Rapids: Financing the Leveraged Transaction Without Getting Wet, *Syracuse Law Review* 1990, vol. 41.

<sup>4</sup> *T. Sójka*, Zakaz finansowego wspierania przez spółkę akcyjną nabycia wyemitowanych przez nią akcji – w kontekście problematyki wykupów kredytowanych i menedżerskich, [w:] *M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka* (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. I. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej, Kraków 2004, s. 288.

<sup>5</sup> Report of the Committee on Company Law Amendment (1945) Cmd 6659, 176.

lumenów i rozmiarów tych transakcji z lat 80. XX w. oceniany był przez krytyków jako ogromny transfer bogactwa na rzecz akcjonariuszy kosztem obligatariuszy oraz największe wyłączenie inwestorów w historii gospodarczej USA<sup>6</sup>. Inwestorzy stosujący transakcje lewarowane bywają określanii mianem „szarańczy”<sup>7</sup>, zaś Międzynarodowy Fundusz Walutowy wyróżnia rekapitalizacje lewarowane jako jedno z istotnych źródeł globalnej niestabilności finansowej<sup>8</sup>. Transakcje lewarowane od lat wzbudzają więc wiele emocji. Istotność problemów z nimi związanych jest dodatkowo eksponowana w otoczeniu niskich stóp procentowych, zwłaszcza gdy znaczna część zadłużenia skarbowego i korporacyjnego posiada ujemną rentowność<sup>9</sup>. Niższy koszt długu pozwala, *ceteris paribus*, na obsługę coraz większej jego ilości. Środowisko to stanowi zachętę do stosowania strategii inwestycyjnych zakładających – tak jak transakcje lewarowane – zaangażowanie znacznych środków pochodzących z finansowania dłużnego.

Źródeł kontrowersji dotyczących transakcji lewarowanych należy upatrywać między innymi w tym, że transakcje te powodują **wzrost ryzyka finansowego**, tj. ryzyka niewypłacalności spółki<sup>10</sup>. Wyższy poziom zadłużenia oznacza bowiem zwiększone rozproszenie (statystyczną dyspersję) wyników finansowych spółki, co skutkuje wzrostem prawdopodobieństwa nieosiągnięcia przez spółkę stopy zwrotu pozwalającej zachować jej rentowność<sup>11</sup>. Tymczasem transakcje lewarowane należą do największych transakcji finansowych przeprowadzanych na rynku, ponieważ ich typowym celem są spółki posiadające znaczne aktywa i generujące wysokie przepływy pieniężne. Skutki transakcji mogą więc potencjalnie oddziaływać na szeroki krąg interesariuszy: nie tylko inwestorów, ale także m.in. klientów, dostawców i pracowników spółki. Gdy następstwem transakcji jest niewypłacalność spółki, skutki społeczne są daleko idące.

Wypłacalność spółki jest szczególnie istotna dla jej wierzycieli finansowych, których podzielić można na dwie grupy. Pierwszą grupę stanowią wierzycie-

---

<sup>6</sup> M. W. McDaniel, Bondholders and Stockholders, The Journal of Corporation Law 1988, vol. 13, s. 206.

<sup>7</sup> P.N. Rasmussen, Taming the private equity 'locusts', The Guardian, 10.4.2008 r., <https://www.theguardian.com/commentisfree/2008/apr/10/tamingtheprivateequitylo> (dostęp: 19.1.2018 r.).

<sup>8</sup> Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*, Waszyngton 2019, s. 28.

<sup>9</sup> Zob. I. Verrender, Global financial markets may be in the midst of a major moment in history, ABC News, 19.8.2019 r., <https://www.abc.net.au/news/2019-08-19/forget-inverted-yield-curve-time-for-negative-yielding-debt/11425960> (dostęp: 4.10.2019 r.).

<sup>10</sup> Tak B. Ayash, The origin, ownership and use of cash flows in leveraged buyouts, 6.9.2018 r., <https://ssrn.com/abstract=3170104> (dostęp: 31.10.2018 r.), s. 4–5.

<sup>11</sup> T. Berent, *Ogólna teoria dźwigni finansowej*, Warszawa 2013, s. 347–349.

le udzielający finansowania dłużnego podczas realizacji transakcji lewarowanej lub po jej zrealizowaniu. Wierzycciele ci, negocjując warunki finansowania, uwzględniają ryzyko związane z transakcją. W zamian za podjęcie tego ryzyka, wymagają oni odpowiednich zabezpieczeń oraz odpowiednio wysokiego oprocentowania<sup>12</sup>. Drugą grupę stanowią wierzyciele, którzy nie uczestniczyli w transakcji lewarowanej, lecz udzielili spółce finansowania przed jej realizacją. Ponieważ realizacja transakcji lewarowanej powoduje wzrost ryzyka niewypłacalności spółki, obie grupy wierzycieli ponoszą pewne straty (koszty) z tym związane. Różnica pomiędzy obydwoma grupami polega na tym, że wierzyciele z pierwszej grupy uwzględniają jej koszty podczas negocjowania warunków udzielanego finansowania, natomiast wierzyciele należący do drugiej grupy ani w transakcji nie uczestniczą, ani nie otrzymują w związku z nią żadnej zapłaty. Ponoszone przez nich koszty transakcji lewarowanej stanowią przykład zjawiska określanego w naukach ekonomicznych mianem efektów zewnętrznych (ang. *externalities*). Efektem zewnętrznym pewnej działalności są nieskompensowane korzyści lub straty ponoszone przez osoby trzecie niezaangażowane w tę działalność<sup>13</sup>. Gdy osoba trzecia ponosi straty, efekt zewnętrzny nazywany jest **kosztem zewnętrznym**. Użyteczność pojęcia kosztów zewnętrznych dla badań prawnych wynika m.in. z tego, że ich istnienie jest zazwyczaj związane z niedoskonałością praw majątkowych<sup>14</sup>. Zidentyfikowanie kosztów zewnętrznych często ułatwia więc zdiagnozowanie problemów prawnych<sup>15</sup>.

Głównym tematem pracy jest problem ograniczania kosztów zewnętrznych omówionych powyżej. Przyjęty kierunek badań wynika z normatywnego<sup>16</sup> za-

<sup>12</sup> Konstatacja dotyczy w praktyce dość wąskiego kręgu wierzycieli, tj. tych, którzy zajmują się profesjonalnie udzielaniem finansowania (np. banki). Istnieje jednak szeroka kategoria wierzycieli, którzy nie dostosowują treści swojego stosunku prawnego do zmian w strukturze kapitałowej spółki (ang. *non-adjusting creditors*), np. dostawcy towarów lub pracownicy. Zob. *R.J. de Weijts*, Secured credit and partial priority: Corporate finance as a creation or an externalisation practice?, *European Property Law Journal* 2018, vol. 7, s. 75–76. Ich interesy są na tyle odmienne od interesów wierzycieli finansowych z drugiej grupy, że wymagałyby odrębnych badań. Zob. „Zakres wyłączeń” poniżej.

<sup>13</sup> Szerzej o efektach zewnętrznych zob. Rozdział I § 2.

<sup>14</sup> Por. *T.L. Anderson*, Donning Coase-coloured glasses: a property rights view of natural resource economics, *The Australian Journal of Agricultural and Resource Economics* 2004, vol. 48, s. 450.

<sup>15</sup> Por. *S.G. Medema*, Economics and Institutions: Lessons from the Coase Theorem, *Revue économique* 2014, vol. 65, s. 254, gdzie Autor twierdzi, że prawo stanowi podstawowy czynnik determinujący istotę efektów zewnętrznych.

<sup>16</sup> Etyczny wymiar kosztów zewnętrznych (jednak bez posłużenia się tym terminem) podkreślał *P. Sobolewski*, Środki prawne ochrony wierzycieli spółek kapitałowych, PPH 2011, Nr 5, s. 15.

łożenia, że koszty zewnętrzne są społecznie niepożądane, gdyż obciążają one osoby, które nie odpowiadają za ich powstanie. Zagadnienie kosztów zewnętrznych w kontekście transakcji lewarowanych nabiera przy tym dodatkowego znaczenia, ponieważ transakcje tego rodzaju zawsze skutkują wypłatą pieniędzy na rzecz współników. Gdy transakcja generuje koszty zewnętrzne, istnieje następująca, nierozzerwalna więź pomiędzy nimi a korzyściami prywatnymi współników: korzyści współników osiągane są cudzym kosztem. W ten sposób dochodzi do naruszenia zasady wyrażonej w maksymie *Pomponiusza*: „słuszność wymaga, by nikt nie wzbogacał się cudzym kosztem”<sup>17</sup>.

## Przedmiot badań

Przedmiotem badań jest analiza skuteczności oraz adekwatności ustawowych mechanizmów ochrony praw wierzycieli pozwalających ograniczać koszty zewnętrzne transakcji lewarowanych ponoszone przez wierzycieli finansowych (tj. osoby posiadające wierzytelności pieniężne wobec spółki<sup>18</sup>). Realizacja tak wyznaczonego zadania wymaga zbadania co najmniej następujących trzech zagadnień: istoty transakcji lewarowanych, generowanych przez nie kosztów zewnętrznych oraz sposobu, w jaki koszty te mogą być ograniczane przez ustawowe mechanizmy ochrony praw wierzycieli.

Dotychczasowe wysiłki badawcze podejmowane w literaturze przedmiotu koncentrowały się przede wszystkim na jednej formie transakcji lewarowanych, tj. na wykupach lewarowanych. Pojęcie „rekapitalizacji lewarowanej” jest spotykane w literaturze dużo rzadziej i pod różnymi nazwami, przy czym nadaje się mu różne znaczenia. W polskiej literaturze prawniczej temat rekapitalizacji lewarowanych właściwie nie został poruszony. To ograniczenie perspektywy badawczej uniemożliwiło wypracowanie jednolitej definicji transakcji lewarowanych. W związku z powyższym, w niniejszej pracy wprowadzono ogólną definicję transakcji lewarowanych oraz podział logiczny tych transakcji na wykupy i rekapitalizacje lewarowane. Sformułowanie ogólnej definicji pozwoliło prowadzić badania dotyczące wszystkich rodzajów transakcji lewarowanych, a tym samym zapobiec nadmiernej koncentracji badawczej na jednej formie transakcji

---

<sup>17</sup> D.12.6.14 (*Pomponiusz*, 21 ad sabinum).

<sup>18</sup> W praktyce obrotu przez „wierzycieli finansowych” niekiedy rozumie się wierzycieli będących instytucjami finansowymi. W niniejszej pracy przyjęto inne rozumienie, oparte o kryterium przedmiotowe określone w art. 358<sup>1</sup> § 1 KC. Wierzytelność pieniężna jest czynną stroną zobowiązania, którego przedmiotem od chwili jego powstania jest suma pieniężna, zaś wierzyciel finansowy to osoba posiadająca taką wierzytelność.

lewarowanych, tj. wykupach. Z obydwoma rodzajami transakcji lewarowanych związane są zbliżone, a niekiedy nawet tożsame, problemy prawne i ekonomiczne. Spojrzenie na te problemy od różnych stron pozwoli na pełniejszą ich diagnozę.

Na potrzeby badań przyjęto założenie, zgodnie z którym problemem pierwotnym nie są przepisy, normy, mechanizmy, czy instytucje prawne, lecz określony problem społeczny w postaci eksternalizacji kosztów transakcji lewarowanych, czyli obciążania tymi kosztami osób nieuczestniczących w transakcji. Badania prowadzone są z perspektywy tych wierzycieli finansowych, którzy udzielili spółce finansowania przed realizacją transakcji. Ograniczenie perspektywy badawczej do tych wierzycieli jest podyktowane faktem, że ich interesy są często ignorowane w literaturze przedmiotu<sup>19</sup>. W przeciwieństwie do wierzycieli handlowych oraz wierzycieli finansujących spółkę po zamknięciu transakcji, nie dostarczają oni na bieżąco usług ani towarów istotnych dla prowadzonej przez spółkę działalności. Spółka nie ma więc motywacji, by działać w interesie tych wierzycieli zarówno w trakcie realizacji transakcji, jak i na wypadek ewentualnej niewypłacalności następującej po jej zrealizowaniu. Należało więc ustalić jakie są źródła kosztów zewnętrznych ponoszonych przez tych wierzycieli oraz sposoby ich powstawania. Pozwoliło to wyznaczyć zakres analizowanych mechanizmów prawnych.

W niniejszej pracy posłużono się pojęciem „mechanizmu prawnego”<sup>20</sup> zamiast „instytucji prawnej”. Instytucja prawna jest bowiem zbiorem norm sta-

<sup>19</sup> Por. *A.E. Conaway Stilson*, “De-Leveraging” the Leveraged Buyouts of the 1980s: A Prisoner’s Dilemma for Unsecured Corporate Bondholders in the 1990s, *Denver University Law Review* 1991, vol. 68, s. 336.

<sup>20</sup> Pojęcie to jest używane dość często w pracach prawniczych, co jest widoczne choćby w tytułach następujących publikacji: *W. Piotrowski*, Pojęcie premii i mechanizm prawny powstania prawa do premii, *RPEiS* 1975, Nr 4; *A. Chłopecki*, Mechanizm prawny transakcji giełdowych – nowe zjawiska w obrocie gospodarczym, *Prawo Papierów Wartościowych* 2000, Nr 1; *T. Czech*, Mechanizm prawny pobierania opłat i prowizji z rachunku bankowego, *MPB* 2013, Nr 12. Niekiedy mowa jest po prostu o mechanizmie, bez przymiotnika „prawny”, zob. *M. Sęk*, Odwrotne obciążenie jako mechanizm opodatkowania VAT usług wewnątrzunijnych, Warszawa 2017 oraz *T. Regucki*, Mechanizmy zwiększające kontrolę (*control enhancing mechanisms*) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna, Warszawa 2018. Pojęcie to zazwyczaj nie jest wyjaśniane w literaturze. Wyjątkiem jest monografia *M. Kamińskiego*, który odwołuje się do definicji słownikowej, w zasadzie zrównując termin „mechanizm” z terminem „sposób” (por. *M. Kamiński*, Mechanizm i granice weryfikacji sądownoadministracyjnej a normy prawa administracyjnego i ich konkretyzacja, Warszawa 2016, s. 367). W niniejszej pracy przyjęto podobne rozumienie tego terminu. Inaczej czyni *T. Regucki*, który zdaje się uznawać instytucje prawne i mechanizmy za synonimy (por. *T. Regucki*, *Mechanizmy*, s. XLV). Autor ten jako „instytucję prawną” kwalifikuje zarówno postanowienia statutu spółki akcyjnej, jak i przepisy ustawy

nowiących pewną całość z punktu widzenia regulowanego stosunku społecznego<sup>21</sup>. Natomiast przez mechanizm prawny należy rozumieć pewien zbiór nie tylko norm, ale także stosunków i zdarzeń prawnych, przy czym zbiór ten służyć musi realizacji pewnego celu określonego przez uczestników obrotu. Innymi słowy, mechanizmem prawnym jest określony prawem sposób osiągnięcia pewnego celu praktycznego. Cel ten determinuje, czemu służy dany mechanizm; ta sama instytucja prawna może służyć za element wielu różnych mechanizmów prawnych, w zależności od realizowanego celu. Wśród mechanizmów prawnych wyróżnić można mechanizmy umowne i ustawowe. W przypadku mechanizmu umownego cel praktyczny osiągany jest poprzez odpowiednie ukształtowanie treści stosunku prawnego nawiązanego w drodze umowy<sup>22</sup>. Natomiast w przypadku mechanizmu ustawowego cel praktyczny osiągany jest poprzez powołanie się na wystąpienie odpowiednich zdarzeń prawnych wywołujących konsekwencje przewidziane ustawą<sup>23</sup>. Przedmiotem analizy w niniejszej pracy są wyłącznie mechanizmy ustawowe.

Celem praktycznym, któremu służą analizowane w pracy mechanizmy prawne, jest ograniczanie kosztów zewnętrznych transakcji lewarowanych. Mechanizmy te przeanalizowano pod kątem ich **skuteczności** oraz **adekwatności**. Skuteczność rozumiana jest jako efekt, który byłby (hipotetycznie) możliwy do uzyskania, gdyby zastosowano dany mechanizm do analizowanego stanu faktycznego, realizując w pełni dyspozycję normy sankcjonującej. Jeżeli zastosowanie danego mechanizmu zmniejsza koszty zewnętrzne danej transakcji, mechanizm ten jest skuteczny w realizacji wyznaczonego celu, natomiast w sytuacji

---

(*ibidem*, s. 329 i 339–343). Nie wskazuje on jednak przyczyn kwalifikacji postanowień statutu (które są w istocie elementem czynności, a nie normy prawnej) jako instytucji.

<sup>21</sup> Por. S. Ehrlich, *Wstęp do nauki o państwie i prawie*, Warszawa 1971, s. 99. Ehrlich odnosił definicję instytucji prawnej do „wypowiedzi normatywnej”, podczas gdy „normą” była dla niego społecznie funkcjonująca wypowiedź normatywna będąca rezultatem (nie)przestrzegania („(nie)spełnienia”) tej wypowiedzi (*ibidem*, s. 89). Wypowiedź normatywna Ehrlicha odpowiada więc najbliższej współcześnie rozumianej normie.

<sup>22</sup> Przykładem jest umowne zastrzeżenie własności rzeczy sprzedanej, którego celem może być np. ograniczenie ekspozycji sprzedawcy na ryzyko niewypłacalności kupującego. Jest to przykład mechanizmu „nazwanego” ponieważ został on uregulowany bezpośrednio (art. 589 KC). Przykładem mechanizmu „nienazwanego” jest opcja *put* uprawniająca jednego ze wspólników spółki do dokonania sprzedaży udziałów na rzecz innego wspólnika. Celem takiej opcji jest najczęściej umożliwienie wspólnikowi wyjścia z inwestycji w spółkę na wypadek, gdyby inne drogi wyjścia (np. debiut giełdowy) nie były dostępne.

<sup>23</sup> Przykładem jest połączenie spółek, które służy różnorodnym celom; jednym z nich może być obciążenie spółki przejmującej zadłużeniem, które zostało zaciągnięte przez spółkę przejmowaną. Por. Rozdział VI § 5 pkt II.

przeciwniej mechanizm jest nieskuteczny. Należy przy tym podkreślić, że pytanie o skuteczność jest odmienne od pytania o efektywność<sup>24</sup>. Efektywność polega na optymalizacji pewnej zmiennej ekonomicznej (np. maksymalizacja zysków, minimalizacja kosztów), podczas gdy skuteczność polega na realizacji pewnego celu za pomocą różnych metod, niekoniecznie optymalizacyjnych.

Biorąc pod uwagę, że analizowane będą mechanizmy ustawowe, ocenę z perspektywy adekwatności należy rozumieć jako próbę odpowiedzi na pytanie, czy normy prawne tworzące te mechanizmy w sposób adekwatny ograniczają koszty zewnętrzne transakcji lewarowanych. Normy te są adekwatne, gdy ich zakresy zastosowania i normowania nie są ani zbyt wąskie, ani zbyt szerokie względem celu realizowanego przez analizowany mechanizm prawny. Jest to ocena oparta nie tylko na kryteriach obiektywnych, ponieważ brak jest obiektywnego miernika rozstrzygającego o tym, jaki jest „adekwatny” zakres zastosowania lub normowania. Analiza adekwatności ma charakter normatywny (oceniająco-postulatywny), w odróżnieniu od analizy skuteczności, która ma charakter deskryptywny (opisowy). Pytania o adekwatność dotyczą więc tego, jakie powinny być (a nie: są) zakresy zastosowania i normowania norm prawnych, zaś pytania o skuteczność dotyczą tego, jakie byłoby (a nie powinno być) rozstrzygnięcie w danej sprawie<sup>25</sup>.

Analiza skuteczności i analiza adekwatności są ze sobą blisko związane. Przykładowo, jeżeli mechanizm prawny ma bardzo wysoką skuteczność, to zakres zastosowania lub normowania związanych z nim norm prawnych może okazać się zbyt szeroki. Wówczas mechanizm może oddziaływać prewencyjnie nawet na stany faktyczne, które nie mieszczą się w hipotezie normy, ponieważ uczestnicy rynku mogą działać z nadmierną ostrożnością w obawie przed pewnością i surowością sankcji. W takiej sytuacji adekwatnym rozwiązaniem mo-

---

<sup>24</sup> Na temat skuteczności prawa zob. *E.L. Rubin*, *From Coherence to Effectiveness: A Legal Methodology for the Modern World*, [w:] *R. van Gestel, H. W. Micklitz, E.L. Rubin* (red.), *Rethinking Legal Scholarship: A Transatlantic Dialogue*, Nowy Jork 2017, s. 328–335. Rozwiązanie efektywne (optymalne) może być jednocześnie nieskuteczne, bo niemożliwe do zrealizowania (*ibidem*, s. 335). Powszechnie przyjęte definicje i kryteria efektywności opisuje i poddaje krytyce *R.S. Markovits*, *Truth or Economics. On the Definition, Prediction, and Relevance of Economic Efficiency*, New Haven/Londyn 2008, s. 48–62. Na temat problemów związanych z koncepcją efektywności w kontekście analiz prawnych zob. *M. Araszkievicz*, *Efektywność ekonomiczna oraz inne kryteria oceny stanów rzeczy w ekonomicznej analizie prawa*, *SPE* 2015, t. 96.

<sup>25</sup> Szerzej nt. rozróżnienia kwestii normatywnych i deskryptywnych w prawnoznawstwie zob. *E.L. Rubin*, *From Coherence*, s. 318–320. Rozróżnienie to jest ugruntowane również w ekonomii, gdzie stwierdzenia deskryptywne nazywane są stwierdzeniami „pozytywnymi”. Por. *R.G. Lipsey*, *Positive economics*, [w:] *S.N. Durlauf, L.E. Blume* (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, t. 6, Basingstoke/Nowy Jork 2008, s. 525–528.

że być zawężenie zakresu, np. poprzez utworzenie tzw. bezpiecznych przystani (ang. *safe harbor*). Natomiast gdy mechanizm ma relatywnie niewielką skuteczność, wynikającą np. z dostępności alternatywnych schematów działania prowadzących do analogicznych skutków, adekwatnym rozwiązaniem może być rozszerzenie zakresu poprzez objęcie regulacją także tych schematów alternatywnych. Analiza obu problemów nieuchronnie prowadzi więc do przeplatania się wielu kwestii szczegółowych.

## Zakres wyłączeń

Zakreślenie pola badawczego w sposób opisany powyżej skutkuje koniecznością jednoczesnej analizy wielu różnych mechanizmów prawnych. Katalog mechanizmów objętych badaniem jest w zasadzie otwarty, ponieważ punktem wyjścia dla badań jest eksternalizacja kosztów transakcji lewarowanych, a zatem pewien problem o charakterze społecznym. Zakres analizowanych mechanizmów prawnych i związanych z nimi przepisów jest rzeczą wtórną, ponieważ jest on determinowany własnościami zidentyfikowanych kosztów zewnętrznych. Dlatego dla uniknięcia ryzyka zbyt daleko idącej wielowątkowości, która obniżyłaby czytelność pracy, niektóre kwestie związane z omawianym tematem zostały wyłączone z badań, co omówiono poniżej.

Po pierwsze, przedmiotem niniejszej pracy nie są wszystkie zagadnienia związane z transakcjami lewarowanymi. Badanie skupia się bowiem na ściśle określonych kosztach zewnętrznych tych transakcji. Ma to co najmniej trzy następstwa:

1. Pomijane są problemy uczestników transakcji lewarowanych. Poza zasadniczym polem badawczym znajdują się więc interesy współników sprzedających i inwestorów nabywających akcje (udziały) spółki, a także wierzycieli, którzy sfinansowali transakcję. Straty ponoszone przez wszystkie te podmioty nie stanowią kosztów zewnętrznych; są to koszty wewnętrzne (prywatne).
2. Pomijane są koszty zewnętrzne ponoszone przez osoby inne niż wierzyciele finansowi posiadający należności wobec spółki przed momentem realizacji transakcji. Poza polem badawczym znajdują się więc pozostali interesariusze spółki, w tym pracownicy, klienci, dostawcy, wierzyciele udzielający finansowania po zamknięciu transakcji, akcjonariusze mniejszościowi, czy Skarb Państwa<sup>26</sup>. Uwzględnienie tych interesariuszy wymagałoby przeanalizowania

---

<sup>26</sup> W tym kontekście warto wspomnieć, że w trakcie niniejszych badań wprowadzono nowy przepis prawa podatkowego [art. 16 ust. 1 pkt 13e ustawy z 15.2.1992 r. o podatku dochodowym



zupełnie innych problemów. Przykładowo uwzględnienie interesów akcjonariuszy rodzi konieczność badania innych mechanizmów prawnych oraz innych stanów faktycznych, w których możliwe jest zaskarżanie na podstawie przepisów KSH uchwał podjętych przez spółkę będącą celem transakcji. Z kolei uwzględnienie interesów wierzycieli niefinansowych wymagałoby analizy instytucji *ius ad rem* (art. 59 KC).

3. Pomijane są korzyści zewnętrzne transakcji lewarowanych. Ta sama transakcja może teoretycznie generować jednocześnie koszty i korzyści zewnętrzne<sup>27</sup>. Korzyści zewnętrzne nie prowadzą jednak do naruszenia interesów wierzycieli. Pominięcie tych korzyści nie wpłynie więc negatywnie na wyznaczony przedmiot badań.

Po drugie, w niniejszej pracy nie są analizowane umowne mechanizmy prawne. Interesującym zagadnieniem badawczym jest przykładowo ochrona wynikająca z postanowień określanych w piśmiennictwie anglojęzycznym mianem *covenants*, które wpisywane są do umów finansowania dłużnego i warunków emisji dłużnych instrumentów finansowych. Mechanizmy umowne stanowią potencjalny kierunek dalszych badań; nigdy nie zastąpią one jednak w pełni norm o charakterze *ius cogens*<sup>28</sup>. Jest to szczególnie uzasadnione ze względu na procykliczność transakcji lewarowanych: gdy warunki rynkowe najbardziej sprzyjają dłużnikom, tj. w szczytowej fazie cyklu, zadłużane spółki oraz ich wspólnicy są w stanie wynegocjować skrajnie korzystne warunki umowne, pozwalające wypłacać znaczne kwoty na rzecz wspólników nawet w czasie, gdy spółka doświadcza trudności finansowych<sup>29</sup>. W tych warunkach mechanizmy umowne przestają działać.

Po trzecie, poza zakresem badań pozostają kwestie należące do ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*). W zakresie prawa spółek analiza jest skon-

---

od osób prawnych (t.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 865 ze zm.)), który uniemożliwia zaliczenie kosztów finansowania dłużnego typowego LBO jako kosztów podatkowych. W ten sposób usiłowano ograniczyć koszty zewnętrzne LBO ponoszone przez Skarb Państwa.

<sup>27</sup> Korzyści zewnętrzne LBO były badane w literaturze głównie pod kątem wpływu transakcji na konkurentów spółki-celu. Wyniki tych badań nie są jednoznaczne. Zob. *M. Grupp, C. Rauch, M. Ueber, U. Walz*, The influence of leveraged buyouts on target firms' competitors, SAFE Working Paper Series 99, Frankfurt n. Menem 2015, s. 4–10.

<sup>28</sup> Tak *K. Szmid*, Natura spółki akcyjnej jako delimitacja zasady swobody umów w prawie polskim i amerykańskim, Warszawa 2015, s. 465. Por. *P. Sobolewski*, Środki, s. 16–17.

<sup>29</sup> Zob. *C. Idzelis*, Why Osterweis Said No to Blackstone's Refinitiv Deal, Institutional Investor, 11.10.2018 r., <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1bbk5f144z59t/Why-Osterweis-Said-No-to-Blackstone-s-Refinitiv-Deal> (dostęp: 4.10.2019 r.) oraz *A. Scaggs*, What the Biggest Leveraged Buyout of 2018 Says About the Credit Boom, Barron's, 19.9.2018 r., <https://www.barrons.com/articles/thomson-reuters-refinitiv-buyout-1537370035> (dostęp: 4.10.2019 r.).

centrowana wyłącznie na mechanizmach rządzących finansami korporacyjnymi (ang. *corporate finance*) na wąskim wycinku dotyczącym zasad ochrony majątku spółki. W doktrynie podkreśla się bowiem, że z perspektywy ochrony wierzycieli rozwiązania prawne w zakresie ładu korporacyjnego mogą być jedynie uzupełnieniem w stosunku do reguł ochrony majątku spółki<sup>30</sup>. Dodatkowo przy realizacji niektórych rodzajów transakcji lewarowanych, w których uczestniczy kadra zarządzająca spółki (np. wykup menedżerski), pojawiają się szczególne problemy z zakresu ładu korporacyjnego dotyczące relacji pomiędzy zarządem a współnikami<sup>31</sup>. Analiza tej problematyki pozostaje poza polem badawczym pracy, również dlatego, że nie obejmuje ona perspektywy wierzycieli spółki.

Po czwarte, pominięto mechanizmy nawiązujące do klauzul generalnych, takich jak zasady współzycia społecznego (art. 58 § 2 KC), nadużycie prawa (art. 5 KC), czy cel postępowania (art. 84 PrUp i art. 248 PrRestr). W praktyce wierzycielom spółek kapitałowych niekiedy udaje się uzyskać ochronę prawną na podstawie niektórych z tych klauzul. Problemy związane z tymi klauzulami są jednak na tyle liczne i ogólne, że ich uwzględnienie wymagałoby zbyt daleko idącego zwiększenia objętości pracy. Analiza nie objęła również mechanizmów, których podstawą są szczególne koncepcje teoretyczne wypracowywane w doktrynie prawa spółek, takie jak przebicie zasłony korporacyjnej (ang. *piercing the corporate veil*) lub nadużycie formy prawnej spółki<sup>32</sup>. Mechanizmy tego typu właściwie nie są stosowane przez polskie sądy, stanowiąc co najwyżej tło rozważań<sup>33</sup>. Choć koncepcje te miałyby potencjał, by służyć za mechanizmy ograniczające koszty zewnętrzne transakcji lewarowanych, to obecnie pozostają one głównie w sferze debat, a nie rozwiązań nadających się do skutecznego zastosowania. Ciekawym kierunkiem ewentualnych badań w tym obszarze mogłoby być zastosowanie odpowiedzialności deliktowej do uzyskania efektu przebicia

---

<sup>30</sup> K. Szmida, *Natura*, s. 468.

<sup>31</sup> Konflikty interesów w toku takiego wykupu omawia J. Jerzmanowski, *Finansowanie przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji w procesie wykupu menedżerskiego*, Warszawa 2016, s. 277–309. Analizę tych zagadnień z perspektywy prawa amerykańskiego można odnaleźć w: J.R. Repetti, *Management Buyouts, Efficient Markets, Fair Value, and Soft Information*, North Carolina Law Review 1988, vol. 67.

<sup>32</sup> Problematyka ta doczekała się zresztą obszernej analizy w literaturze. Zob. M. Litwińska-Werner, *Nadużycie formy spółki*, [w:] A. Szajkowski (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. 16, *Prawo spółek osobowych*, Warszawa 2016, s. 642 i n.; K. Szmida, *Natura*, s. 59–81; K. Pyzio, *Odpowiedzialność spółki dominującej względem wierzycieli kapitałowych spółek zależnych*, Warszawa 2015; oraz P.M. Wiórek, *Ochrona wierzycieli spółki z o.o. poprzez osobistą odpowiedzialność jej współników. Koncepcja odpowiedzialności przebijającej i nadużycia formy prawnej spółki w prawie niemieckim i polskim*, Wrocław 2016.

<sup>33</sup> Por. P.M. Wiórek, *Ochrona*, s. 276–284.

niewłaściwego (niem. *unechter Durchgriff*). Być może najtrudniejszym problemem – w obliczu konieczności wykazania bezprawności czynu współników – jest wówczas analiza zgodności transakcji lewarowanej z zasadami współżycia społecznego<sup>34</sup>; kwestia ta jest niezwykle wrażliwa na stan faktyczny każdej sprawy, dlatego też wszelkie generalizacje nieznajdujące oparcia w bogatym materiale orzeczniczym (który w Polsce jest niedostępny) są obciążone istotnym ryzykiem błędu<sup>35</sup>.

Po piąte, pominięta została kwestia odpowiedzialności zarządu spółki wobec jej wierzycieli. Odpowiedzialność tego typu przy transakcjach lewarowanych będzie miała zazwyczaj charakter symboliczny, gdyż nawet bardzo zamożni członkowie kadr menedżerskich zwykle nie byłoby w stanie pokryć strat poniesionych przez wierzycieli finansowych spółek, które stały się niewypłacalne w wyniku typowych transakcji lewarowanych. Pozwoli to także uniknąć wikłania się w kwestię budzącą skrajne kontrowersje w literaturze, tj. rozstrzygnięcie, w czym interesie powinien działać zarząd<sup>36</sup>. Dodatkowo problem odpowiedzialności członków zarządu spółki z o.o. za jej zobowiązania został już wyczerpująco opracowany w literaturze.

Po szóste, badania dotyczą prawa materialnego, a nie procesowego. *Stricte* procesowe środki ochrony, takie jak zabezpieczenie powództwa, nie będą zatem analizowane.

Po siódme, ponieważ praca należy do dziedziny prawa prywatnego, poza zakresem pracy pozostaje prawo publiczne, z jednym wyjątkiem. Uwzględnione zostaną zasady prawa bilansowego (standardów rachunkowości) z uwagi na ścisły związek zasad ochrony kapitału zakładowego z wartościami księgowymi ujmowanymi w sprawozdaniach finansowych spółek.

Po ósme, praca dotyczy spółek kapitałowych<sup>37</sup>. Poza jej zakresem pozostaje problematyka spółek osobowych.

---

<sup>34</sup> Por. *ibidem*, s. 380; *M. Tofel*, Odpowiedzialność *ex delicto* współników spółki kapitałowej, [w:] *M. Modrzejewska* (red.), *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji*. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego, Warszawa 2010, s. 1119–1120.

<sup>35</sup> W tym kontekście można się co najwyżej pokusić na uwagę, że w przypadku LBO powstanie deliktowej odpowiedzialności przebijającej ustępujących współników wydaje się bardzo mało prawdopodobne, gdyż ich działanie ogranicza się do zawarcia umowy sprzedaży akcji (udziałów). Natomiast opieranie odpowiedzialności współników na koncepcji niedokapitalizowania spółki (zob. *P.M. Wiórek*, *Ochrona*, s. 52–54) wymagałoby wejścia na grząski grunt celem rozstrzygnięcia, jaka jest minimalna dopuszczalna proporcja kapitału własnego w źródłach finansowania transakcji lewarowanych.

<sup>36</sup> Szerzej zob. Rozdział I § 1 pkt III.

<sup>37</sup> Dlatego też za każdym razem, gdy mowa jest o „spółce” bez bliższego określenia tego terminu, należy przez to rozumieć spółkę kapitałową. Z kolei gdy mowa jest o „wspólnikach”,

## Zastosowane metody

Do analizy prawa traktowanego jako system norm zastosowano metodę dogmatyczną. Rdzeniem tej metody jest interpretacja prawa, która dokonywana jest na podstawie wypracowanej w polskiej teorii prawa zintegrowanej koncepcji wykładni prawa<sup>38</sup>. Metoda dogmatyczna pozwala jednak badać wyłącznie językowy aspekt prawa. Tymczasem obiektem niniejszych badań są nie tylko przepisy, czy normy prawne, ale także zagadnienie natury społecznej w postaci ekstermalizacji kosztów transakcji lewarowanych. Metoda dogmatyczna nie jest w tym zakresie odpowiednia, ponieważ pomija ona fakty empiryczne<sup>39</sup>. Aby zbadać problemy związane z kosztami zewnętrznymi transakcji lewarowanych, w niniejszej pracy zastosowano również metodę funkcjonalną, której celem jest analiza funkcji zjawisk prawnych<sup>40</sup>. Pozwala to uwzględnić nie tylko treść norm, ale także ich skutki; nie tylko argumenty doktrynalne, lecz także wydarzenia społeczne<sup>41</sup>. Badanie funkcjonalne zakłada, że właściwe zrozumienie norm prawnych musi opierać się na zrozumieniu ich funkcji, a zwłaszcza skutków społecznych analizowanych regulacji<sup>42</sup>.

W literaturze podnosi się, że metoda funkcjonalna jest swego rodzaju „chimerą”, ponieważ nie posiada ona ugruntowanych podstaw teoretycznych<sup>43</sup>, ani

---

należy przez to rozumieć zarówno akcjonariuszy (prostej) spółki akcyjnej, jak i wspólników spółki z o.o., chyba że wypowiedź jest ograniczona wyłącznie do spółki z o.o.

<sup>38</sup> Szerzej nt. tej koncepcji zob. Z. Radwański, M. Zieliński, Stosowanie i wykładnia prawa cywilnego, [w:] M. Safjan (red.), System Prawa Prywatnego, t. 1, Prawo cywilne – część ogólna, Warszawa 2012, s. 476–543.

<sup>39</sup> Szerzej zob. P. Chmielnicki, Metodyka badań nad źródłami powstawania prawa. Część 1. Podstawy, Przegląd Prawa Publicznego 2012, Nr 3, s. 90–95. Zob. również J.M. Smits, The Mind and Method of the Legal Academic, Cheltenham 2012, s. 15–16.

<sup>40</sup> Termin „metoda funkcjonalna” nawiązuje do artykułu F. Cohena, który podejście funkcjonalne w analizie prawa przeciwstawił tradycyjnemu podejściu dogmatycznemu. Zob. F.S. Cohen, Transcendental Nonsense and the Functional Approach, Columbia Law Review 1935, vol. 35, s. 809–849. Należy zwrócić uwagę na to, że termin „metoda funkcjonalna” ma szczególne znaczenie w komparatyście, gdzie metodę tę wiąże się z nazwiskiem E. Rabela i innych niemieckich komparatystów. Por. F. Bignami, Formal versus Functional Method in Comparative Constitutional Law, Osgoode Hall Law Journal 2016, vol. 53, s. 449.

<sup>41</sup> Por. R. Michaels, The Functional Method of Comparative Law, [w:] M. Reimann, R. Zimmermann (red.), The Oxford Handbook of Comparative Law, Oxford 2006, s. 342.

<sup>42</sup> Por. O. Weinberger, Law, Institution and Legal Politics: Fundamental Problems of Legal Theory and Social Philosophy, Dordrecht 1991, s. 24.

<sup>43</sup> R. Michaels, The Functional, s. 339–342 (w odniesieniu do metody funkcjonalnej w komparatyście).

nie jest rozumiana jednolicie<sup>44</sup>. W niniejszej pracy przyjęto dwoiste rozumienie tej metody jako: (1) zbioru wszystkich sposobów (np. czynności, narzędzi i technik badawczych) służących do badania zjawisk prawnych oraz (2) zbioru założeń dotyczących określenia przedmiotu badań w postaci zjawisk prawnych<sup>45</sup>. Osią tej metody jest więc pojęcie **zjawiska prawnego**, które eksponował w swych badaniach Z. Ziemiński<sup>46</sup>. Podkreślał on istnienie dwóch aspektów zjawisk prawnych: formalnego (językowego, normatywnego) oraz realnego (tj. empirycznego, w tym socjologicznego, psychologicznego, politycznego, ekonomicznego itd.). W uproszczeniu można powiedzieć, że zjawiskiem prawnym jest pewne wydarzenie empiryczne, które skutkuje zarówno konsekwencjami faktycznymi, jak i prawnymi. Kluczowe dla stosowania metody funkcjonalnej jest twierdzenie o *dualności* (dwoistości) obu aspektów zjawiska prawnego<sup>47</sup>. Dualność polega na tym, że fakty empiryczne składające się na aspekt realny zjawiska prawnego są ściśle związane z jednostkowymi przejawami prawa składającymi się na aspekt formalny tego samego zjawiska. Związek pomiędzy obydwoma aspektami daje się opisać za pomocą różnego rodzaju funkcji, co uzasadnia posługiwanie się terminem „metoda funkcjonalna”<sup>48</sup>.

Zjawiskiem prawnym badanym w niniejszej pracy są transakcje lewarowane. Transakcje te posiadają dwa aspekty: realny (empiryczny) i formalny. W aspekcie empirycznym są to konkretni ludzie (np. uczestnicy transakcji), rzeczy (np. aktywa należące do spółki), czy zdarzenia (np. przelew środków pieniężnych na konto wspólników). Realność tych obiektów polega na tym, że ich istnienie ma

<sup>44</sup> Por. J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, M. Pargendler, What is Corporate Law?, [w:] R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W.G. Ringe, E. Rock, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Oxford 2017, s. 3–4 (w odniesieniu do ekonomicznej analizy prawa).

<sup>45</sup> Por. T. Barankiewicz, Współczesne metody badania prawa, Studia Prawnicze KUL 2010, Nr 1, s. 116.

<sup>46</sup> Ziemiński nie zaproponował jednak definicji zjawiska prawnego, zaś twierdzenie o dualności aspektów formalnych i realnych niekiedy odnosił do zjawisk prawnych (Z. Ziemiński, Problemy podstawowe prawoznawstwa, Warszawa 1980, s. 76), a innymi razy do samego prawa (Z. Ziemiński, Charakterystyka teorii prawa jako dyscypliny prawoznawstwa, [w:] S. Wrótkowska, Z. Ziemiński, Zarys teorii prawa, Poznań 2001, s. 12). O zjawiskach prawnych wiele pisał również L. Petrażycki, redukował on je jednak do aspektu psychologicznego. Por. L. Petrażycki, Wstęp do nauki prawa i moralności, J. Lande (tłum.), Warszawa 1959, s. 51.

<sup>47</sup> Dualność zjawisk prawnych nie była przedmiotem systematycznej analizy w polskim prawoznawstwie, legła ona jednak u podstaw ontologii wielopłaszczyznowej koncepcji prawa. Zob. K. Opalek, The complexity of law and of the methods of its study, [w:] Kazimierz Opalek. Selected Papers in Legal Philosophy, J. Woleński (red.), Dordrecht 1999, s. 53.

<sup>48</sup> Szerzej nt. tej metody zob. D.V. Kędzierski, Metodologia i paradygmat polskich szczegółowych nauk prawnych, TPP 2018, Nr 3, s. 34–43.

charakter empiryczny i nie wymaga obowiązywania przepisów prawa o określonej treści. Natomiast w aspekcie formalnym transakcje lewarowane obejmują jednostkowe przejawy prawa, takie jak indywidualnie oznaczona spółka kapitałowa będąca celem transakcji, czy też konkretne czynności i stosunki prawne, których stronami są uczestnicy transakcji, takie jak umowy zawierane w toku transakcji lub zobowiązania powstające pomiędzy jej uczestnikami. Formalność tych obiektów polega na tym, że ich istnienie ma charakter **instytucjonalny**, ponieważ jest zdeterminowane treścią obowiązujących przepisów prawa<sup>49</sup>. Tak ujmowane zjawisko prawne wpisuje się w szerszą koncepcję **ontologii społecznej** C. Znamierowskiego: transakcja lewarowana w tej koncepcji stanowi tzw. byt teptyczny, którego materialny substrat składa się z obiektów należących do aspektu realnego zjawiska<sup>50</sup>.

Uznanie metody funkcjonalnej za zbiór wszystkich sposobów badania tak pojmowanych zjawisk prawnych powoduje, że obejmuje ona swym zakresem wiele różnych podejść do badania prawa. Jednym z tych podejść jest funkcjonalne badanie prawno-porównawcze. W literaturze brak jest konsensusu, czy istnieje „metoda prawno-porównawcza” badań dogmatycznych, czy też „komparatystyka” stanowi odrębną, samodzielną dyscyplinę prawoznawstwa<sup>51</sup>. W niniejszej pracy metody komparatystyczno-funkcjonalne uznano za element metody funkcjonalnej. Analizy komparatystyczno-funkcjonalne zajmują stosunkowo niewielką część tekstu pracy, niemniej były one istotne dla sformułowania wielu wniosków szczegółowych, a także postulatów *de lege ferenda*. Głównymi punktami odniesienia są prawo amerykańskie, angielskie i – w mniejszym stopniu – niemieckie. Wybór tych systemów prawnych jest uzasadniony z kilku względów. Każdy z nich posiada relatywnie długą tradycję oraz rozbudowaną literaturę prawniczą i orzecznictwo sądowe. Systemy te stanowiły wzorce dla prawodawców innych państw, a każdy z nich jest związany z dużym rynkiem transakcji lewarowanych. Wybór prawa amerykańskiego jest dodatkowo uzasadniony tym, że istnieje tam rozwinięte orzecznictwo dotyczące transakcji le-

---

<sup>49</sup> Koncepcja istnienia instytucjonalnego nawiązuje do ontologii instytucjonalnej teorii prawa oraz ontologii rzeczywistości społecznej J. Searle’a. Zob. N. MacCormick, O. Weinberger, Introduction, [w:] N. MacCormick, O. Weinberger, An Institutional Theory of Law: New Approaches to Legal Positivism, Dordrecht 1992, s. 9 i n. oraz J.R. Searle, The Construction of Social Reality, Nowy Jork 1995, s. 5–29. To, co w niniejszej pracy nazwano „obiettami formalnymi”, Searle, MacCormick i Weinberger prawdopodobnie nazwaliby „faktami instytucjonalnymi”.

<sup>50</sup> Por. G. Lorini, Ontologia społeczna Czesława Znamierowskiego, W. Żelaniec (tłum.), RPEiS 2010, Nr 4, s. 27–28.

<sup>51</sup> Szerzej zob. I. Szymczak, Metoda nauki o porównywaniu systemów prawnych, RPEiS 2014, Nr 3.

warowanych. Z kolei angielski system prawny jest istotny o tyle, że stanowi on źródło przepisów dotyczących wsparcia finansowego, które miały przeciwdziałać transakcjom stanowiącym pierwowzór współczesnych wykupów lewarowanych. Natomiast prawo niemieckie jest zbliżone do prawa polskiego w dziedzinie prawa spółek i prawa upadłościowego, co ułatwia porównanie obu systemów prawnych w zakresie tych gałęzi prawa.

W niniejszej pracy zastosowano również metody ekonomicznej analizy prawa. Podobnie jak w przypadku komparatystyki, status ekonomicznej analizy prawa nie jest jasny: bywa ona uznawana za obszar (subdyscyplinę) mikroekonomii stosowanej<sup>52</sup>, zbiór teorii ekonomicznych dotyczących prawa<sup>53</sup>, paradygmat nauk ekonomicznych<sup>54</sup> albo interdyscyplinarny program badawczy<sup>55</sup>. Niektórzy podejście ekonomiczne do badań prawnych utożsamiają z podejściem funkcjonalnym<sup>56</sup>. Niezależnie od tych niejednoznaczności, niniejszej pracy nie można wpisać w standardowe ramy ekonomicznej analizy prawa, ponieważ punktem odniesienia nie jest jakiegokolwiek kryterium efektywności<sup>57</sup>.

---

<sup>52</sup> A. Malani, The Future of Law and Economics, <https://www.law.uchicago.edu/news/future-law-and-economics-essays-ten-law-school-scholars> (dostęp: 21.1.2018 r.).

<sup>53</sup> K. Mathis, Efficiency Instead of Justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law, D. Shannon (tłum.), Dordrecht 2009, s. 1.

<sup>54</sup> W. Weigel, Economics of the Law. A Primer, Londyn 2008, s. 11 i 14.

<sup>55</sup> R.A. Posner, The Future of Law and Economics, <https://www.law.uchicago.edu/news/future-law-and-economics-essays-ten-law-school-scholars> (dostęp: 21.1.2018 r.).

<sup>56</sup> Por. J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, M. Pargendler, What, s. 4.

<sup>57</sup> Warto podkreślić, że większość polskich prac prawniczych odwołujących się do ekonomicznej analizy prawa w istocie traktuje efektywność prawa nie jako pojęcie analityczne, lecz heurystyczne (albo wręcz jako topos). Trudno znaleźć pracę, w której zdefiniowano jakiegokolwiek zadanie optymalizacji lub szczegółowo przeanalizowano warunki optymalności. Należy podkreślić, że brak odwołania się do kryterium efektywności nie zmniejsza wartości analitycznej lub normatywnej niniejszej pracy, ponieważ w sytuacji istnienia więcej niż jednej niedoskonałości rynkowej (czyli w rzeczywistości; niedoskonałości te opisuje R.S. Markovits, Truth, s. 89–116), nie da się udowodnić, że usunięcie jednej z nich doprowadzi do poprawy efektywności. Jest to konsekwencja tzw. teorii *second-best*. Zob. T.S. Ulen, Courts, Legislatures, and the General Theory of Second Best in Law and Economics, Chicago-Kent Law Review 1997, vol. 73. Usunięcie niedoskonałości może być wręcz przeciwnie skuteczne, prowadząc do zmniejszenia efektywności. Nie da się nawet wykluczyć, że efektywność zostanie zwiększona w porównaniu do status quo dzięki wprowadzeniu kolejnych niedoskonałości. Rozpowszechnienie efektywności jako kryterium normatywnego mającego wskazywać, w jaki sposób należy kształtować prawo i podejmować decyzje polityczne, było możliwe tylko dzięki temu, że ekonomiści zignorowali implikacje teorii *second-best*, ponieważ jest ona niezgodna z dominującym paradygmatem. Większość podręczników ekonomii, a w ślad za nimi większość ekonomistów, milczą na temat tej teorii albo wręcz ją negują. Por. T.S. Ulen, Courts, s. 191 przyp. 7 i s. 204 przyp. 39; R.S. Markovits, Truth, s. 431–434.

Niemniej ekonomiczna analiza prawa wyznaczyła podstawową siatkę pojęciową pracy. Po pierwsze, samo pojęcie „kosztów zewnętrznych” wywodzi się z nauk ekonomicznych. Po drugie, niektóre z podstawowych pojęć stosowanych w niniejszej pracy, takie jak konflikt interesów, pokusa nadużycia oraz arbitraż regulacyjny, zostały zdefiniowane za pomocą teorii racjonalnego wyboru, która jest powszechnie stosowana w naukach ekonomicznych oraz w ekonomicznej analizie prawa. Po trzecie, podział mechanizmów prawnych na kategorie *ex ante* oraz *ex post* został wypracowany przez przedstawicieli ekonomicznej analizy prawa. Podział ten opiera się o kryterium czasu: mechanizmy *ex ante* uruchamiają się przed wystąpieniem zdarzenia będącego przedmiotem regulacji, natomiast mechanizmy *ex post* uruchamiają się po tym zdarzeniu<sup>58</sup>.

Transakcji lewarowanych nie da się zamknąć w określony z góry zbiór instytucji czy norm prawnych. Prawo polskie nie reguluje również transakcji lewarowanych wprost. Za wyjątek uznać można ewentualnie wymogi wsparcia finansowego (art. 345 KSH), dotyczą one jednak nie tylko tych transakcji, ale również innych zdarzeń prawnych, a ponadto nie obejmują wszystkich rodzajów transakcji lewarowanych, lecz jedynie niektóre z nich, choćby dlatego, że nie mają zastosowania do spółek z o.o. Regulacja transakcji lewarowanych jest rozproszona w różnych aktach prawnych, które nie były tworzone z myślą o tych transakcjach. Powoduje to, że rozwiązań problemów prawnych należy poszukiwać w zasadach ogólnych. W niniejszej pracy do zasad tych zaliczono mechanizmy *ex ante* prawa spółek w postaci reguł ochrony majątku spółki oraz mechanizmy *ex post* w postaci skargi pauliańskiej (łac. *actio pauliana*) oraz instrumentów prawa insolwencyjnego (upadłościowego i restrukturyzacyjnego). Wyznaczenie pola badawczego w ten sposób jest zbieżne z istniejącą literaturą dotyczącą ochrony praw wierzycieli spółek<sup>59</sup>. Rozproszenie regulacji powoduje jednak, że wymienione mechanizmy ograniczania kosztów zewnętrznych są podatne na tzw. arbitraż regulacyjny, czyli działania pozwalające w sposób zgodny z prawem wyłączyć ochronę prawną wynikającą z tych mechanizmów. Ważną częścią badania funkcjonalnego jest analiza podatności badanych mechanizmów prawnych na arbitraż regulacyjny. Analiza ta pozwoli porównać skuteczność mechanizmów *ex ante* i *ex post* oraz ocenić, czy wpływ na tę skuteczność mają zastosowane przez ustawodawcę strategie regulacyjne.

---

<sup>58</sup> Szerzej zob. Rozdział II § 4.

<sup>59</sup> Por. H.E. Şişmangil, *Creditor Protection in Private Equity-Backed Leveraged Buyout and Recapitalisation Practices*, Berlin 2014 oraz T. Bachner, *Creditor Protection in Private Companies: Anglo-German Perspectives for a European Legal Discourse*, Cambridge 2009. W niniejszej pracy pominięto jednak kwestię odpowiedzialności członków organów spółki ze względów opisanych wcześniej.



Istotną rolę przy stosowaniu metody funkcjonalnej odgrywają również badania empiryczne (co nie oznacza: statystyczne), które łączą prawo z faktami. Bez nich nie da się określić, w jaki sposób normy prawne oddziałują na rzeczywistość społeczną, co utrudnia wyznaczenie funkcji z dziedziny aspektu formalnego do przeciwdziedziny aspektu realnego zjawiska prawnego. W niniejszej pracy przedstawiono wyniki empirycznego badania cen rynkowych i wartości księgowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Uzyskane wyniki sugerują, że polskie prawo spółek niekiedy sprzyja, czy wręcz legalizuje zjawisko tzw. płądrowania spółek (ang. *looting* albo *bankruptcy for profit*) za pomocą transakcji lewarowanych.

## Teza

Podstawowa teza pracy brzmi następująco: w polskim systemie prawnym brak jest ustawowych mechanizmów ograniczających koszty zewnętrzne transakcji lewarowanych ponoszone przez wierzycieli finansowych spółek kapitałowych będących celem tych transakcji w sposób, który byłby jednocześnie skuteczny i adekwatny.

## Literatura przedmiotu

Pierwsze publikacje specjalistyczne dotyczące wykupów lewarowanych pojawiły się na przełomie lat 70. i 80. XX w. w USA. Dotyczyły one głównie finansów, zarządzania oraz podatków<sup>60</sup>. Publikacje prawnicze zaczęły się pojawiać w połowie lat 80. ubiegłego wieku<sup>61</sup>. Z uwagi na historyczne znaczenie rynku amerykańskiego dla ewolucji transakcji lewarowanych, literatura amerykańska wywiera duży wpływ w polu badawczym niniejszej pracy. Ochrona wierzycieli nieuczestniczących w transakcji lewarowanej była już analizowana, treść prawa amerykańskiego powoduje jednak, że analiza skupiała się przede wszystkim na instytucji *fraudulent conveyance*, której w prawie polskim odpowiada skarga pauliańska. Amerykańska doktryna nie analizowała tego problemu szerzej

---

<sup>60</sup> Wybór wczesnych opracowań dotyczących LBO przedstawiła E.S. Moncarz, *Leveraged Buyouts: Opportunities and Risks*, Hospitality Review 1985, vol. 3.

<sup>61</sup> Dobrym przykładem jest pozycja: P.S. Dunleavy, *Leveraged Buyout, Management Buyout, and Going Private Corporate Control Transactions: Insider Trading or Efficient Market Economics?*, Fordham Urban Law Journal 1985, vol. 14.

z perspektywy prawa spółek; w prawie tym brak jest również odpowiednika ograniczeń wsparcia finansowego (art. 345 KSH).

Ważną prawniczą monografią na temat transakcji lewarowanych jest rozprawa doktorska H.E. *Şişmangila* obroniona na Uniwersytecie Humboldta w Berlinie<sup>62</sup>. Omawiana monografia pokrywa się z niniejszą pracą w zakresie poruszonej problematyki. Ma ona jednak przede wszystkim charakter dogmatyczny i prawnoporównawczy (nie dotyczy przy tym prawa polskiego), w przeciwieństwie do niniejszej pracy, w której zastosowano metody funkcjonalne pozwalające uzyskać inne wyniki badań.

Pierwszym opracowaniem wykupów lewarowanych wydanym w formie książki w Polsce była publikacja M. *Wrzeńskiego* z 2000 r.<sup>63</sup>. Publikacja ta należy jednak do nauk ekonomicznych. W polskiej literaturze prawniczej pierwszym opracowaniem tematu był artykuł A. *Szyski* z 2003 r.<sup>64</sup>, w którym przedstawiono zjawisko wykupów lewarowanych i omówiono podstawowe problemy prawne z nimi związane. Jedyną w Polsce opublikowaną monografią prawniczą na temat wykupów lewarowanych jest zmodyfikowana wersja rozprawy doktorskiej J. *Jerzmanowskiego* obronionej na Uniwersytecie im. Adama Mickiewicza w Poznaniu<sup>65</sup>. Pozycja ta dotyczy przede wszystkim regulacji wsparcia finansowego (art. 345 KSH). Koncentracja na tej instytucji przy analizie transakcji lewarowanych jest charakterystyczna dla polskiej doktryny. Potwierdzeniem tego trendu jest rozprawa doktorska P. *Kimli-Kaczorowskiej* obroniona na Uniwersytecie Warszawskim<sup>66</sup>, która dotyczy już nie sposobu zastosowania wymogów wsparcia finansowego do transakcji lewarowanych, lecz instytucji wsparcia finansowego *in abstracto*. W tym kontekście jako pewne odstępstwo jawi się artykuł D. *Kulgawczuka* i R. *Kwaśnickiego* z 2004 r.<sup>67</sup>, w którym przeanalizowano przepisy KSH dotyczące spółek z o.o. Niniejsza praca ma charakter komplementarny wobec istniejącej literatury przedmiotu z dwóch względów: dotyczy wszelkich transakcji lewarowanych (a nie tylko wykupów), zaś analizie poddano większą liczbę mechanizmów prawnych.

---

<sup>62</sup> H.E. *Şişmangil*, *Creditor*.

<sup>63</sup> M. *Wrzeński*, *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania rozwoju w Polsce*, Warszawa 2000.

<sup>64</sup> A. *Szyska*, *Wykup kredytowany spółki (LBO) – problemy z długiem*, RPEiS 2003, Nr 1.

<sup>65</sup> J. *Jerzmanowski*, *Finansowanie, passim*.

<sup>66</sup> P. *Kimli-Kaczorowska*, *Prawne uwarunkowania finansowania przez spółkę akcyjną nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji (financial assistance)*, niepubl. rozprawa doktorska, 2018 [WPiA UW].

<sup>67</sup> D. *Kulgawczuk*, R.L. *Kwaśnicki*, *Zakaz zwrotu wkładów oraz wypłat z majątku potrzebnego do pełnego pokrycia kapitału zakładowego spółki z o.o. przy transakcjach LBO*, PPH 2004, Nr 4.

## Układ pracy

Praca została podzielona na osiem rozdziałów, które można podzielić na trzy części:

- część wprowadzająca: rozdziały 1 i 2;
- część dotycząca mechanizmów *ex ante*: rozdziały 3, 4, 5 i 6;
- część dotycząca mechanizmów *ex post*: rozdziały 7 i 8.

W rozdziale 1. przedstawiono podstawową siatkę pojęciową wykorzystywaną do analizy problemu podjętego w pracy. Omówiono podstawowe zagadnienia teorii spółek, problem kosztów zewnętrznych, a także zjawiska niepewności, nieracjonalnych oczekiwań, pokusy nadużycia i arbitrażu regulacyjnego. Rozdział 2. zawiera analizę trzech istotnych problemów transakcji lewarowanych: ich definicji, źródeł finansowania oraz źródeł wytwarzanych przez nie kosztów zewnętrznych.

Rozdział 3. poświęcono zagadnieniom wspólnym dla mechanizmów *ex ante* prawa spółek. Wyeksponowano w nim główną funkcję instytucji kapitału zakładowego, którą jest ochrona wypłacalności spółki. Podkreślono również rolę wartości księgowych dla regulacji kodeksowej. Rozdziały 4. i 5. zawierają analizę mechanizmów ograniczających wypłaty dokonywane przez spółki na rzecz wspólników z tytułów, odpowiednio, korporacyjnych i pozakorporacyjnych. Rozdział 6. przedstawia wyniki badań dotyczące wymogów wsparcia finansowego (art. 345 KSH).

Rozdział 7. zawiera analizę skargi pauliańskiej (art. 527 i n. KC). Z instytucją tą związane są najbardziej złożone problemy prawne: począwszy od przesłanek jej zastosowania, poprzez przedmiot zaskarżenia i skutki uwzględnienia powództwa, a skończywszy na zagadnieniach kolizyjnych prawa prywatnego międzynarodowego. W rozdziale 8. przedstawiono wyniki analizy mechanizmów prawa insolwencyjnego, tj. upadłościowego i restrukturyzacyjnego.

Konkluzje badań zawarto w podsumowaniu pracy.