Volume 23, Issue 2
December 2025

ISSN 1731-8297, e-ISSN 6969-9696
http://czasopisma.uni.opole.pl/index.php/osap

ORIGINAL ARTICLE
received 2025-10-09
accepted 2025-12-04
published online 2025-12-31

Ochrona wierzycieli niewypłacalnego dłużnika w postępowaniu upadłościowym a pierwszeństwo restrukturyzacji przed upadłością – analiza efektywności postępowań upadłościowych w świetle ekonomicznej analizy prawa

Creditor protection in insolvency proceedings and the priority of restructuring over bankruptcy – an analysis of the effectiveness of insolvency proceedings in light of economic analysis of law

PRZEMYSŁAW MOGIEŁKA
ORCID: 0009-0009-7283-4761, e-mail

Citation: Mogiełka, Przemysław. 2025. Ochrona wierzycieli niewypłacalnego dłużnika w postępowaniu upadłościowym a pierwszeństwo restrukturyzacji przed upadłością – analiza efektywności postępowań upadłościowych w świetle ekonomicznej analizy prawa. *Opolskie Studia Administracyjno-Prawne* 23(2): 109–137. DOI: 10.25167/osap.6061.

Abstract: The article analyses creditor protection mechanisms in Polish bankruptcy proceedings and the statutory priority of restructuring over bankruptcy from the perspective of the economic analysis of law. The author posits that these mechanisms can be considered economically efficient only if they genuinely increase the aggregate value available to creditors and society. The main research question concerns the way in which legal instruments addressing the "common pool problem" function in practice, including the automatic stay limiting the race of creditors, the absolute priority rule and the hierarchy of claims. Additional questions focus on the impact of these instruments on transaction costs and procedural efficiency, as well as the role of the trustee and judge-commissioner in shaping the effectiveness of insolvency proceedings. The article also examines whether the statutory priority of restructuring over bankruptcy is economically justified in light of law and economics theory. The analysis employs the dogmatic-legal method supplemented by economic analysis of law and a review of empirical studies on the real efficiency of insolvency proceedings in Poland

and selected jurisdictions. The results indicate that, despite a normative framework aimed at protecting the bankruptcy estate and optimising its distribution, Polish bankruptcy proceedings remain characterised by low recovery rates, high transaction and procedural costs and excessive duration. These factors undermine the real level of creditor protection and increase the cost of capital. At the same time, the priority of restructuring is justified only where the going-concern value significantly exceeds liquidation value and institutional capacity allows timely procedures. The conclusions emphasise the need for a more balanced model that integrates creditor protection with debtor viability and broader social costs of insolvency.

Keywords: bankruptcy proceedings, restructuring, creditor protection, procedural efficiency, economic analysis of law

Streszczenie: Artykuł analizuje mechanizmy ochrony wierzycieli w polskim postępowaniu upadłościowym oraz ustawową zasadę pierwszeństwa restrukturyzacji przed upadłością w perspektywie ekonomicznej analizy prawa. Autor stawia tezę, że rozwiązania te mogą być uznane za ekonomicznie efektywne jedynie wówczas, gdy prowadzą do zwiększenia łącznej wartości dostępnej dla wierzycieli i społeczeństwa, a nie wyłącznie do redystrybucji strat. Główne pytanie badawcze dotyczy funkcjonowania w praktyce instrumentów służących rozwiązywaniu tzw. problemu wspólnego dobra, w tym wstrzymania postępowań egzekucyjnych (*automatic stay*), ograniczającego „wyścig wierzycieli", zasady absolutnego pierwszeństwa oraz hierarchii zaspokojenia wierzytelności. Pytania pomocnicze koncentrują się na wpływie tych instrumentów na koszty transakcyjne i efektywność postępowania oraz na roli syndyka i sędziego-komisarza w kształtowaniu sprawności procedur. Analizie poddano również ekonomiczne uzasadnienie ustawowego priorytetu restrukturyzacji przed upadłością. W badaniach zastosowano metodę dogmatyczno-prawną, uzupełnioną o narzędzia ekonomicznej analizy prawa oraz przegląd badań empirycznych dotyczących rzeczywistej efektywności postępowań upadłościowych w Polsce i w wybranych państwach. Wyniki wskazują, że pomimo normatywnego modelu nakierowanego na ochronę masy upadłości i jej optymalny podział, polskie postępowania upadłościowe pozostają obciążone niską stopą zaspokojenia wierzytelności, wysokimi kosztami transakcyjnymi i nadmiernym czasem trwania, co ogranicza realny poziom ochrony wierzycieli i podwyższa koszt kapitału. Jednocześnie pierwszeństwo restrukturyzacji jest uzasadnione jedynie wówczas, gdy wartość przedsiębiorstwa przewyższa wartość likwidacyjną, a warunki instytucjonalne umożliwiają sprawne procedowanie. Wnioski podkreślają potrzebę wypracowania bardziej zrównoważonego modelu łączącego ochronę wierzycieli z oceną zdolności dłużnika do kontynuowania działalności oraz uwzględniającego szersze koszty społeczne niewypłacalności.

Słowa kluczowe: postępowanie upadłościowe, restrukturyzacja, ochrona wierzycieli, efektywność postępowań, ekonomiczna analiza prawa

1. Wprowadzenie

Prawo upadłościowe jest jednym z głównych filarów efektywnego systemu prawnego w gospodarce rynkowej. Jego nadrzędnym celem jest skuteczne rozwiązanie sytuacji niewypłacalnego dłużnika przy jednoczesnym zabezpieczeniu interesów wierzycieli (Hrycaj, Wprowadzenie 2022: 7–13). Teoretyczne

uzasadnienie istnienia oraz kształtu procedur upadłościowych można odnaleźć w ekonomicznej analizie prawa (Cooter i Ulen 2009). W ekonomii podnosi się, że skuteczne prawo upadłościowe jest niezbędnym elementem każdej gospodarki wolnorynkowej, wspomagającym wzrost gospodarczy (Jackson i Skeel, Bankruptcy and Economic Recovery 2013: 1–37).

Niniejszy artykuł ma na celu analizę teoretycznych aspektów ochrony wierzycieli w postępowaniu upadłościowym z wykorzystaniem narzędzi ekonomicznej analizy prawa oraz odniesienie tych rozważań do rzeczywistej efektywności postępowań upadłościowych. Celem artykułu jest także ustalenie, czy mechanizmy preferencji ustawodawcy co do pierwszeństwa restrukturyzacji przedsiębiorstwa przed upadłością są ekonomicznie uzasadnione. Badanie przeprowadzone w niniejszym artykule jest istotne z kilku powodów. Po pierwsze, efektywne prawo upadłościowe jest kluczowym elementem wspierającym rozwój gospodarczy poprzez zapewnienie bezpieczeństwa obrotu gospodarczego i ochronę praw wierzycieli. Po drugie, analiza ekonomiczna pozwala na lepsze zrozumienie mechanizmów funkcjonowania postępowania upadłościowego oraz identyfikację obszarów wymagających interwencji ustawodawcy. Po trzecie, w obliczu globalnych kryzysów gospodarczych rola efektywnych procedur upadłościowych w utrzymaniu stabilności systemu finansowego nabiera szczególnego znaczenia. Niedostateczna skuteczność systemów prawa upadłościowego stała się szczególnie widoczna w trakcie kryzysu wywołanego pandemią COVID-19 (Gómez 2020: 8–26).

W niniejszym artykule przeanalizowane zostaną teoretyczne podstawy ekonomicznej analizy prawa upadłościowego, ze szczególnym uwzględnieniem problemu wspólnego dobra (*common pool problem*) oraz kwestii ochrony masy upadłości (*size of the pie*) i jej podziału pomiędzy wierzycieli (*division of the pie*). W dalszej kolejności omówiona zostanie konstrukcja przepisów dotyczących wstrzymania egzekucji (*automatic stay rule*) jako instrumentu zapobiegającego tzw. wyścigowi wierzycieli, a także zasada absolutnego pierwszeństwa zaspokojenia wierzycieli (*absolute priority rule*). Analiza obejmie również zagadnienia związane z kosztami transakcyjnymi w postępowaniu upadłościowym oraz rolą sędziego-komisarza i syndyka w procesie maksymalizacji wartości masy upadłości. Kolejna część opracowania poświęcona zostanie problematyce pierwszeństwa restrukturyzacji przed postępowaniem upadłościowym. Teoretyczne podstawy ochrony interesów wierzycieli w postępowaniu upadłościowym zostaną skonfrontowane z analizą rzeczywistej skuteczności mechanizmów ochronnych w świetle dostępnych badań empirycznych. Na koniec zostaną sformułowane wnioski podsumowujące przeprowadzone rozważania.

W artykule zastosowano metodę dogmatyczno-prawną oraz szeroko wykorzystano narzędzia ekonomicznej analizy prawa upadłościowego.

2. Teoretyczne podstawy ochrony wierzycieli z perspektywy ekonomicznej analizy prawa

2.1. Ekonomiczna analiza prawa upadłościowego – zagadnienia ogólne

Jednym z fundamentalnych problemów ekonomicznej analizy prawa upadłościowego jest tzw. problem wspólnego dobra (*common pool problem*) sformułowany przez Thomasa H. Jacksona w jego przełomowej pracy *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, opublikowanej w 1982 r. (Jackson, Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain 1982). Problem tzw. wspólnego dobra powstaje, gdy wielu wierzycieli konkuruje o ograniczone zasoby niewypłacalnego dłużnika. Bez odpowiednich regulacji prawnych indywidualne działania wierzycieli, zmierzające do zaspokojenia własnych roszczeń, mogłyby prowadzić do nieefektywnej likwidacji wartościowych aktywów majątku dłużnika (Jackson 1986). T.H. Jackson opracował tzw. heurystykę „umowy wierzycieli", w której prawo upadłościowe jest rozumiane jako normatywna implementacja hipotetycznej umowy (*creditors' bargain)*, którą wszyscy wierzyciele (zabezpieczeni, niezabezpieczeni), udziałowcy, menedżerowie zawarliby *ex ante* (przed wystąpieniem niewypłacalności dłużnika), gdyby mogli negocjować bez kosztów transakcyjnych (Coase 1960: 1–44). Głównym celem opisanej hipotetycznej umowy byłoby rozwiązanie problemu „wspólnego dobra" lub „dylematu więźnia" – destrukcyjnego wyścigu wierzycieli po aktywa niewypłacalnego dłużnika. Stworzenie zbiorowej procedury dochodzenia wierzytelności pozwala zmaksymalizować wartość masy upadłości dostępnej do podziału. Zgodnie z powyższą heurystyką uprawnienia nabyte przez strony przed upadłością powinny być respektowane w postępowaniu upadłościowym. Odstępstwa od praw nabytych przez wierzycieli przed powstaniem stanu niewypłacalności uzasadnione są tylko wtedy, gdy służą maksymalizacji wartości masy upadłości. Przykładami takich uzasadnionych odstępstw są m.in. automatyczne wstrzymanie egzekucji (*automatic stay*) czy unikanie preferencji (*preference avoidance*), które zapobiega faworyzowaniu wierzycieli przez dłużnika. Odstępstwo od powyższych uprawnień wierzycieli w celach czysto redystrybucyjnych jest zdaniem T.H. Jacksona nieuzasadnione (Jackson 1982). R.E. Scott wskazuje, że heurystyka „umowy wierzycieli" ma znaczną moc wyjaśniającą, ale nie tłumaczy w pełni wszystkich aspektów prawa upadłościowego, zwłaszcza tych o charakterze redystrybucyjnym lub wprowadzających podział ryzyka (*risk sharing*) (Scott 1986: 690–708).

D.G. Baird i T.H. Jackson rozwinęli koncepcję problemu wspólnego dobra, argumentując, że prawo upadłościowe powinno być zaprojektowane w taki sposób, aby zapobiegać indywidualnym działaniom wierzycieli wobec aktywów dłużnika, które mogłyby kolidować z wykorzystaniem tych aktywów prefero-

wanym przez wszystkich wierzycieli jako grupę. Autorzy podkreślają, że celem postępowania upadłościowego nie jest utrzymanie przedsiębiorstwa za wszelką cenę, lecz wykorzystanie jego aktywów w sposób, który najlepiej służy interesom wszystkich posiadających prawa do tych aktywów (tzw. praw pozaupadłościowych). Sprzeciwiają się oni modyfikowaniu praw wierzycieli zabezpieczonych wyłącznie w imię promowania restrukturyzacji jako celu samego w sobie (Baird i Jackson 1984: 97–130).

Ekonomiczna analiza prawa upadłościowego skupia się na osiągnięciu przez ustawodawcę efektywności regulacji prawnych. T.H. Jackson i D.G. Baird definiują efektywność postępowania upadłościowego jako maksymalizację łącznej wartości aktywów dłużnika przeznaczonych na spłatę wszystkich wierzycieli (Baird i Jackson 1984: 97–130). D.G. Baird dokonuje eksperymentu myślowego i wskazuje, że w przypadku braku prawa upadłościowego zamiast systemu zapewniającego uporządkowane rozwiązywanie kwestii zadłużenia, system prawny opierałby się wyłącznie na indywidualnych działaniach wierzycieli i prawie poza upadłościowym w celu rozwiązania kwestii niewypłacalności (Baird 1987: 173–193).

Problematyka instytucji prawa upadłościowego oraz problem wspólnego dobra analizowane są także w teorii gier, jako problem tzw. gry w bankruta (*bankruptcy game*). T.H. Jackson wykorzystuje elementy teorii gier do analizy problemu wspólnego dobra w postępowaniu upadłościowym, modelując interakcje między wierzycielami jako tzw. dylemat więźnia. W klasycznym dylemacie więźnia indywidualna racjonalność wierzycieli prowadzi do wyniku, który jest suboptymalny z perspektywy zbiorowej (Jackson 1986). Podobnie w przypadku niewypłacalności dłużnika indywidualne działania wierzycieli dążących do zaspokojenia własnych roszczeń mogą prowadzić do wyniku, który jest nieefektywny dla ogółu wierzycieli. D.G. Baird i R.C. Picker wykorzystują teorię gier do analizy negocjacji w postępowaniach restrukturyzacyjnych, modelując je jako grę przetargową. Autorzy ci wskazują, że asymetria informacji oraz różnice w sile przetargowej poszczególnych uczestników postępowania mogą prowadzić do nieefektywnych ekonomicznie wyników (Baird i Picker, A Simple Noncooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations 1991: 311–349).

W polskiej literaturze zastosowanie teorii gier do analizy postępowania upadłościowego jest mniej rozpowszechnione, choć pojawiają się pierwsze prace dotyczące możliwości analizy szeroko pojętego prawa o niewypłacalności z wykorzystaniem instrumentów teorii gier (Mogiełka 2023).

Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa postępowanie upadłościowe reguluje relacje między wierzycielami i koncentruje się na zagadnieniach redystrybucji majątku dłużnika na ich rzecz, określając zasady ochrony aktywów dłużnika oraz sposoby podziału majątku niewypłacalnego dłużnika pomiędzy poszczególnych wierzycieli (Jackson 1982). Reguły prawa upadłościowego w kontekście problemu wspólnego dobra można podzielić na dwie grupy: pierwsza

zmierza do ustalenia, jak wiele spośród aktywów przedsiębiorstwa ma zostać użytych do zaspokojenia zobowiązań dłużnika (*the size of the pie*), a druga określa, w jaki sposób aktywa te powinny zostać podzielone pomiędzy wierzycieli (*division of the pie*) (Adler 1994: 1107–1150). Opisane wyżej grupy reguł odnoszą się wprost do pojęcia tzw. masy upadłości.

Sposób, w jaki majątek upadłego zostanie podzielony w prawie upadłościowym, jest silnie uzależniony od praw wierzycieli, które powstały przed ogłoszeniem upadłości, na mocy innych przepisów prawa (np. prawa rzeczowego, zobowiązań). T.H. Jackson argumentuje, że nie można sensownie dyskutować o prawie upadłościowym, jeśli się pomija zasady dotyczące zobowiązań czy prawa rzeczowego, gdyż to one nadają sens działaniom wierzycieli w postępowaniu upadłościowym (Jackson 1982).

Ekonomiczne cele upadłości zmierzają do zapewnienia wierzycielom odpowiedniej wysokości spłaty, tj. takiej, która nie spowoduje zmiany w kosztach pozyskania kredytu. Droższy kredyt powoduje określone negatywne konsekwencje w gospodarce (White 2005:1–78). Działania wierzycieli i dłużnika powinny minimalizować całkowity koszt kredytu w gospodarce. Oznacza to, że wszelkie zasady zwiększające ryzyko odzyskania wierzytelności przez wierzycieli, a w konsekwencji prowadzące do wyższych stóp procentowych jako rekompensaty za to ryzyko, są niepożądane w gospodarce rynkowej (Jackson 1982). Prawo upadłościowe powinno dawać bodźce przedsiębiorstwom do inwestowania i konsumowania efektywnie zanim pojawi się ewentualny kryzys.

Podstawowe ekonomicznie uzasadnione odstępstwo od uprawnień wierzycieli, które powstały przed ogłoszeniem upadłości, wyraża się w powstrzymaniu wierzycieli przed tzw. wyścigiem w zakresie dochodzenia wierzytelności z majątku dłużnika przed innymi wierzycielami (Adler 2018: 1854–1864). Natychmiastowe dochodzenie wierzytelności przez wielu wierzycieli może zmusić dłużnika do zakończenia działalności operacyjnej, pomimo że bardziej ekonomicznie opłacalne byłoby kontynuowanie przez niego działalności. Wyścig wierzycieli jest nieefektywny ekonomicznie (Armour 2001: 1–62). Nieefektywność ekonomiczna może polegać również na tym, że pierwszy z wierzycieli może uzyskać zabezpieczenie na takim składniku majątku przedsiębiorstwa, bez którego nie będzie możliwe dalsze prowadzenia działalności operacyjnej. Zbyt wczesne zakończenie działalności operacyjnej stanowi nieefektywne wykorzystanie kapitału przedsiębiorstwa.

Uprawnienie do wstrzymania postępowań toczących się przeciwko dłużnikowi pozbawia wierzyciela zachęty do prowadzenia tzw. wyścigu po majątek przedsiębiorstwa poprzez odebranie nagrody za zwycięstwo w wyścigu. Usunięcie z systemu prawnego bodźca uczestniczenia przez wierzycieli w tzw. wyścigu po majątek przedsiębiorstwa poprzez narzucenie przez ustawodawcę kolektywnej

procedury zaspokajania wierzytelności jest tradycyjnym ekonomicznym uzasadnieniem prawa upadłościowego i restrukturyzacyjnego.

Prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne w swoim założeniu nie ma jednak eliminować bodźców pomiędzy wierzycielami do tego, żeby konkurowali ze sobą o pierwszeństwo w podziale majątku. Jedną z podstawowych metod podwyższenia swojej pozycji przy podziale majątku upadłego przedsiębiorstwa jest zabezpieczenie swojej wierzytelności.

Emanacją heurystyki umowy wierzycieli jest tzw. zasada uprzywilejowania wierzycieli zabezpieczonych, których uprawnienia wynikają z okresu przed ogłoszeniem upadłości (*absolute priority rule*). Istotną koncepcją w tym zakresie jest efektywność *ex ante* i *ex post* prawa upadłościowego, którą analizują L.A. Bebchuk i J.M. Fried. Autorzy ci rozróżniają efektywność *ex ante*, związaną z wpływem prawa upadłościowego na zachowania uczestników obrotu przed niewypłacalnością (np. wpływ na decyzje kredytowe), oraz efektywność *ex post*, dotyczącą maksymalizacji wartości aktywów dłużnika po ogłoszeniu upadłości (Bebchuk i Fried 1996).

2.2. Konstrukcja mechanizmów ochrony wierzycieli w polskim prawie upadłościowym

2.2.1. Ustalanie, ochrona i podział masy upadłości jako mechanizm redystrybucji majątku dłużnika

Normatywnym wyrazem ochrony interesów wierzycieli jest zasada optymalizacji, wyrażona w art. 2 ust. 1 p.u., zgodnie z którą postępowanie upadłościowe należy prowadzić tak, aby roszczenia wierzycieli mogły zostać zaspokojone w jak najwyższym stopniu (Adamus 2021). Główną funkcją postępowania jest tzw. funkcja windykacyjna, a wszelkie działania w postępowaniu upadłościowym powinny mieć na celu maksymalne wykorzystanie majątku upadłego w celu zaspokojenia roszczeń wierzycieli (Wołowski 2024: 81–92).

W orzecznictwie polskich sądów na problematykę efektywności mechanizmów prawa upadłościowego zwrócono uwagę w uzasadnieniu wyroku Trybunału Konstytucyjnego z dnia 8 czerwca 2010 r. sygn. akt P 62/08. Podkreślono, że zasadą postępowania upadłościowego jest dominacja grupowego interesu wierzycieli, która jest związana z zasadą równomiernego zaspokojenia wierzycieli. Na zasadę maksymalnego i równomiernego zaspokojenia ogółu wierzycieli zwrócił uwagę także Sąd Okręgowy w Warszawie w wyroku z dnia 26 kwietnia 2017 r. sygn. akt XIII Ga 86/17. W wyroku Sądu Najwyższego z dnia 6 marca 2009 r. sygn. akt II CSK 522/08 wyrażono pogląd, że przewidziany obowiązek dążenia do zaspokojenia wierzycieli upadłego w najwyższym stopniu odnosi się do osób prowadzących postępowanie upadłościowe.

Należy zauważyć, że ochrona wierzycieli w postępowaniu upadłościowym nie jest jednolita i podlega zróżnicowaniu. Po pierwsze, można ją klasyfikować według momentu powstania wierzytelności, wyróżniając wierzycieli, których roszczenia powstały przed ogłoszeniem upadłości, oraz tych, których wierzytelności powstały już po jej ogłoszeniu. Po drugie, kluczowe znaczenie ma podział na wierzycieli zabezpieczonych (rzeczowo) i niezabezpieczonych, co determinuje kolejność oraz sposób ich zaspokojenia (Lubicz-Posochowska 2013: 152–162)

W ramach regulacji dotyczących masy upadłości wyróżnić można dwie zasadnicze grupy przepisów: przepisy regulujące ustalanie i ochronę masy upadłości (*size of the pie*), które określają skład majątku upadłego podlegającego podziałowi i mechanizmy jego zabezpieczenia przed uszczupleniem, oraz przepisy dotyczące zasad podziału masy upadłości pomiędzy wierzycieli (*division of the pie*), które ustanawiają kolejność i proporcje zaspokojenia poszczególnych kategorii wierzycieli, zapewniając strukturę redystrybucji dostępnych aktywów. Te dwie grupy regulacji stanowią fundament mechanizmu redystrybucji majątku niewypłacalnego dłużnika i warunkują efektywność procesu upadłościowego.

Wielkość i skład masy upadłości (*size of the pie*) stanowią kluczowy element ochrony wierzycieli w postępowaniu upadłościowym, gdyż to od nich zależy stopień zaspokojenia wierzycieli. Ustawodawca przewidział szereg mechanizmów mających na celu zabezpieczenie i utrzymanie wartości masy upadłości (White 2005: 1–78).

Podstawowym mechanizmem ochrony wielkości masy upadłości jest nałożony na dłużnika obowiązek terminowego zgłoszenia wniosku o ogłoszenie upadłości wyrażony w art. 21 p.u., który jest zabezpieczony sankcją cywilną o charakterze odszkodowawczym (Witosz 2017: 37–46). Oprócz sankcji o charakterze cywilnoprawnym opisany wyżej obowiązek zabezpieczony jest sankcją karną (Currit 2021), choć regulacja w tym zakresie budzi szereg wątpliwości doktryny prawa (Adamus 2024: 91–103).

Aby zapobiec uszczuplaniu majątku dłużnika przed ogłoszeniem upadłości, przewidziano możliwość jego zabezpieczenia już na etapie rozpoznawania wniosku o ogłoszenie upadłości poprzez ustanowienie tymczasowego nadzorcy sądowego (art. 38 p.u. i art. 38a p.u.) (Adamus 2019: 9–21) czy zarządcy przymusowego (art. 40 p.u.). (Adamus 2023: 68–77).

W celu zapewnienia wierzycielom jak najwyższego stopnia zaspokojenia ustawodawca wprowadził zasadę, zgodnie z którą z dniem ogłoszenia upadłości majątek upadłego staje się masą upadłości, która służy zaspokojeniu wierzycieli upadłego (z art. 61 p.u.) (Zimmerman 2024). Masa upadłości obejmuje cały majątek dłużnika zarówno istniejący w chwili ogłoszenia upadłości, jak i majątek nabyty w toku postępowania (art. 62 p.u.) (Gurgul 2017). Przepis art. 57 p.u. nakłada na upadłego obowiązek wskazania i wydania całego majątku syndykowi, a niewywiązanie się z tego obowiązku może skutkować zastosowaniem

środków przymusu określonych w art. 58 p.u. (Wydrzyński i inni 2018: 70–81). Dodatkowo, na mocy art. 75 p.u., upadły traci prawo zarządu i możliwość rozporządzania mieniem wchodzącym do masy upadłości, co zabezpiecza majątek przed ewentualnym uszczupleniem przez upadłego (Janda 2023). Czynności upadłego dotyczące mienia wchodzącego do masy upadłości są nieważne z mocy prawa na podstawie art. 77 p.u. (Chrapoński 2021). Dla ustalenia wielkości masy upadłości ustawodawca nałożył na syndyka obowiązek sporządzenia spisu inwentarza, zgodnie z art. 69 p.u. (Sieczka i Lipski 2023: 118–120).

Ustawodawca przewidział szereg mechanizmów ochronnych, które mają na celu zabezpieczenie masy upadłości przed nieuzasadnionym pomniejszeniem. Przepis art. 63 ust. 1 p.u. określa składniki majątku, które z mocy prawa nie wchodzą do masy upadłości, natomiast w art. 63 ust. 2 p.u. ustawodawca przewidział możliwość wyłączenia niektórych składników na mocy uchwały zgromadzenia wierzycieli (Adamus 2021). Przepisy art. 70–74 p.u. regulują procedurę wyłączania składników majątku z masy upadłości. Ustawodawca przewidział też szczególną procedurę wyłączenia spadków z masy upadłości (oraz art. 121 p.u.). Kolejnym środkiem zmierzającym do zachowania masy upadłości jest ograniczenie możliwości potrąceń, wynikające z art. 94–96 p.u., które zapobiega pomniejszeniu masy upadłości poprzez kompensację wierzytelności (Adamus 2021). Realizując heurystykę umowy wierzycieli, ustawodawca przewidział środki mające na celu przywrócenie do masy upadłości składników majątku, które zostały z niej usunięte z pokrzywdzeniem wierzycieli (art. 127–134 p.u.) (Kwiatkowski 2022).

Koszty postępowania upadłościowego oraz zobowiązania masy upadłości określone w art. 230 p.u. bezpośrednio wpływają na wielkość środków dostępnych dla wierzycieli w ramach podziału masy upadłości (Sierakowski 2023). Ochrona wierzycieli niezabezpieczonych ulega ograniczeniu, ponieważ ich wierzytelności są zaspokajane zgodnie z kolejnością określoną w art. 342 p.u., dopiero po wcześniejszym zaspokojeniu kosztów postępowania upadłościowego i innych zobowiązań masy, o których mowa w art. 230 ust. 2 p.u. (w przypadku niewystarczających funduszy masy upadłości ich zaspokojenie następuje proporcjonalnie), których pierwszeństwo przed innymi wierzytelnościami wynika z art. 343 p.u. (Janda 2016: 15–21)

Regulacje dotyczące procesu podziału masy upadłości (*division of the pie*) pomiędzy wierzycieli stanowią drugi istotny element ochrony ich interesów w postępowaniu upadłościowym. Obejmują one zasady zgłaszania i ustalania listy wierzytelności oraz podziału funduszów masy upadłości zgodnie z ustawową hierarchią zaspokojenia. Wierzyciele mogą dochodzić swoich roszczeń poprzez zgłoszenie wierzytelności zgodnie z art. 236 p.u., co stanowi warunek konieczny ich uczestnictwa w postępowaniu upadłościowym (Hrycaj 2024: 22–28). Wierzytelność wierzyciela zabezpieczonego rzeczowo, jeżeli nie zgłosi

on swoich wierzytelności, zostanie wpisana na listę wierzytelności z urzędu (art. 236 ust. 2. zdanie drugie p.u.). Po zgłoszeniu wierzytelności są one weryfikowane przez syndyka. Ochrona wierzycieli obejmuje między innymi prawo do zaskarżenia listy wierzytelności wobec uznania wierzytelności na liście, jeśli zostało dokonane w sposób nieprawidłowy, oraz odmowy uznania wierzytelności, jeśli roszczenie nie zostało uwzględnione na liście wierzytelności (art. 256 ust. 1 pkt 1 i 2 p.u.). Sędzia-komisarz, który rozpoznaje sprzeciwy od listy wierzytelności (art. 259 p.u.), zatwierdza, prostuje oraz zmienia listę wierzytelności na podstawie art. 260–266 p.u. (Pałys 2021: 884–973).

Podstawą do ustalenia składu masy upadłości jest instytucja spisu inwentarza, do którego sporządzenia zobowiązany jest syndyk na mocy art. 306 p.u. Dokument ten obejmuje szczegółowy wykaz majątku upadłego oraz jego oszacowanie (Gurgul 2018). Likwidacja masy upadłości może przybrać różne formy, a ustawodawca przewidział mechanizmy pozwalające na elastyczne zarządzanie masą upadłości przez syndyka. Na mocy art. 312 p.u. syndyk może kontynuować działalność przedsiębiorstwa. Dodatkowo art. 315 p.u. pozwala na wyłączenie z masy niektórych składników, jeśli ich dalsze utrzymywanie byłoby niekorzystne z ekonomicznego punktu widzenia (Zimmerman 2016).

Po zakończeniu likwidacji masy upadłości, która korzysta ze skutków sprzedaży egzekucyjnej (art. 313 p.u.), fundusze zgromadzone w masie upadłości podlegają podziałowi zgodnie z określoną w art. 342 p.u. hierarchią zaspokajania wierzycieli. Wierzytelności niezabezpieczone rzeczowo podlegają podziałowi zgodnie z zasadą proporcjonalności określoną w art. 344 p.u., zgodnie z którą wierzytelności dalszych kategorii są spłacane dopiero po pełnym zaspokojeniu wierzycieli wyższych kategorii, a jeżeli suma przeznaczona do podziału nie wystarcza na zaspokojenie w całości wszystkich wierzytelności tej samej kategorii, zaspokaja się je stosunkowo do wysokości każdej z nich (Janda 2016: 15–21).

Podział funduszów masy upadłości następuje na podstawie planu podziału. Zgodnie z art. 347 ust. 2 p.u. sędzia-komisarz może wprowadzać poprawki lub nakazać syndykowi dokonanie zmian w planie podziału funduszy masy upadłości. Prawna ochrona wierzycieli w tym zakresie przewiduje uprawnienie wnoszenia zarzutów przeciwko planowi podziału zgodnie z art. 349 p.u., które rozpoznaje sędzia-komisarz (Zembrzuski 2010: 75–78). Po ich rozpatrzeniu sędzia-komisarz zatwierdza plan podziału na podstawie art. 351 p.u. Dopiero po jego zatwierdzeniu możliwe jest wykonanie podziału, stosownie do art. 352 p.u., z tym zastrzeżeniem, że środki mogą być wypłacane wierzycielom także częściowo, jeśli zostały zgłoszone zarzuty wobec poszczególnych części planu podziału (Kamieński 2021: 992–1013).

Jak wynika z art. 353 ust. 2 p.u., syndyk jest zobowiązany do sporządzenia sprawozdania z wykonania planu podziału, co zapewnia transparentność całego

procesu podziału masy upadłości i umożliwia jego kontrolę przez wierzycieli oraz sędziego-komisarza (Adamus 2021).

2.2.2. Konstrukcja przepisów dotyczących wstrzymania egzekucji (*automatic stay rule*)

Zawieszenie egzekucji skierowanych do majątku dłużnika w związku z ogłoszeniem jego upadłości stanowi istotny mechanizm ochrony ogółu wierzycieli w postępowaniu upadłościowym, zapobiegający niekontrolowanej likwidacji majątku dłużnika przez poszczególnych wierzycieli. Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa tzw. automatyczne zawieszenie egzekucji służy rozwiązaniu problemu wspólnego dobra poprzez zapobieganie „wyścigowi do sądu" (*race to the courthouse*). W sytuacji braku regulacji prawnych dotyczących upadłości każdy wierzyciel działałby indywidualnie, dążąc do jak najszybszego zaspokojenia swojego roszczenia, co mogłoby prowadzić do nieefektywnej ekonomicznie likwidacji przedsiębiorstwa dłużnika. D.G. Baird wskazuje, że takie działania wierzycieli mogą skutkować fragmentaryczną i chaotyczną likwidacją aktywów dłużnika, co zazwyczaj prowadzi do uzyskania niższej wartości z aktywów dłużnika niż w przypadku ich zorganizowanej sprzedaży lub restrukturyzacji (Baird i Picker 1991: 311–349) T.H. Jackson argumentuje, że automatyczne zawieszenie egzekucji jest niezbędnym elementem efektywnego prawa upadłościowego, gdyż pozwala na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa dłużnika dla ogółu wierzycieli (Jackson 1986). Jednak jak zauważają D.G. Baird i T.H. Jackson, automatyczne zawieszenie egzekucji może również generować koszty, w szczególności dla wierzycieli zabezpieczonych, którzy mogą doświadczyć spadku wartości swoich zabezpieczeń w trakcie postępowania upadłościowego. Z tego względu autorzy argumentują, że prawo upadłościowe powinno zapewniać odpowiednią ochronę wartości zabezpieczeń (*adequate protection*) w trakcie obowiązywania automatycznego zawieszenia egzekucji (Baird i Jackson 1984: 97–130).

Normatywnym wyrazem ochrony wierzycieli przed tzw. wyścigiem do sądu na etapie rozpoznawania wniosku o ogłoszenie upadłości jest możliwość zawieszenia postępowania egzekucyjnego na wniosek oraz uchylenia zajęcia rachunku bankowego, co wynika z art. 39 ust. 1 i 2 p.u. Decyzja o zawieszeniu egzekucji oraz uchyleniu zajęcia rachunku bankowego podlega kontroli instancyjnej zgodnie z art. 39 ust. 3 p.u. (Janda 2020). Po ogłoszeniu upadłości zasada *automatic stay rule* znajduje odzwierciedlenie w art. 146 p.u. Zawieszenie egzekucji następuje z mocy prawa na skutek ogłoszenia upadłości dłużnika, natomiast umorzenie postępowania egzekucyjnego następuje po uprawomocnieniu się postanowienia o ogłoszeniu upadłości (I. Gill 2021: 742–750).

W orzecznictwie polskich sądów problem automatycznego zawieszenia egzekucji został poruszony między innymi w przywołanym już Wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 26 kwietnia 2017 r. sygn. akt XIII Ga 86/17

czy wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Gdańsku z 3 kwietnia 2012 r. sygn. akt I SA/Gd 168/12. Na problem konieczności wstrzymania postępowania egzekucyjnego zwrócił uwagę także Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej w wyroku z 21 stycznia 2010 r. w sprawie C-444/07, MG Probut Gdynia sp. z o.o.

2.2.3. Pierwszeństwo zaspokojenia wierzycieli – zasada absolute *priority rule*

Kolejność zaspokajania wierzycieli stanowi następny mechanizm ochrony wierzycieli w postępowaniu upadłościowym. Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa optymalna kolejność zaspokajania wierzycieli powinna maksymalizować efektywność ekonomiczną poprzez minimalizację kosztów kapitału oraz zachowanie odpowiednich bodźców dla uczestników obrotu gospodarczego. Jak wskazują T.H. Jackson i R.E. Scott odstępstwa od zasady pierwszeństwa oparte na tzw. ryzyku endogennym są zazwyczaj nieefektywne, bo osłabiają motywację do unikania ryzyka. Za efektywne uznają natomiast odstępstwa przewidziane w modelu „wspólnej katastrofy", który uzasadnia podział ryzyka i odejście od zasady absolutnego pierwszeństwa jako sposobu na ograniczenie strategicznych działań *ex post* wynikających z ryzyk egzogennych, przy wysokich kosztach transakcyjnych umów *ex ante* (Jackson i Scott 1989: 155–218). Krytycznie powyższy model ocenił M.J. Roe (Roe 1989: 219–240). Także L.A. Bebchuk i J.M. Fried podważają tradycyjne uzasadnienie pierwszeństwa wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo, wskazując, że może ono prowadzić do nieefektywnych ekonomicznie wyników w niektórych przypadkach (Bebchuk i Fried 1996: 857–934). Z jednej strony autorzy argumentują, że absolutne pierwszeństwo wierzycieli zabezpieczonych może prowadzić do nadmiernego wykorzystania zabezpieczeń, co zwiększa koszty transakcyjne i może skutkować nieefektywną alokacją zasobów. Z drugiej strony A. Schwartz broni pierwszeństwa wierzycieli zabezpieczonych, argumentując, że prowadzi ono do obniżenia kosztów kapitału dla dłużników oraz pozwala na efektywną alokację ryzyka między różnymi kategoriami wierzycieli (Schwartz 1996: 17–25). Barry E. Adler dodaje, że pierwszeństwo wierzycieli zabezpieczonych może służyć jako mechanizm rozwiązywania problemów agencyjnych między dłużnikiem a wierzycielami (Adler 1996: 434–449).

W orzecznictwie polskich sądów problem efektywności ekonomicznej kolejności zaspokajania wierzycieli został poruszony w Wyroku Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 27 sierpnia 2014 r. sygn. akt I ACA 890/14, gdzie sąd wskazał, że upadłość obejmująca likwidację majątku upadłego ma na celu ochronę wszystkich wierzycieli poprzez ich równomierne zaspokojenie, jednak nie wyklucza szczególnej ochrony wierzytelności zabezpieczonych rzeczowo powstałych przed ogłoszeniem upadłości dłużnika.

Zasada pierwszeństwa zaspokojenia wierzycieli zabezpieczonych (*absolute priority rule*) określa hierarchię, według której następuje podział funduszy masy upadłości. Mechanizm ten ma na celu ochronę praw wierzycieli, których roszczenia zostały zabezpieczone na majątku upadłego przed ogłoszeniem upadłości oraz ustalenie zasad podziału środków między pozostałe kategorie wierzycieli (White 2005: 1–78).

Normatywne urzeczywistnienie tej koncepcji wyraża się z jednej strony w przepisie ograniczającym możliwość ustanawiania nowych zabezpieczeń na majątku masy upadłości po ogłoszeniu upadłości. 81 p.u. (Gill i Adamus 2021: 555), a z drugiej strony w tzw. prawie odrębności opisanym w art. 336 p.u. (Cieślak 2016: 107–1120). Zgodnie z tym ostatnim przepisem sumy uzyskane z likwidacji rzeczy, wierzytelności i praw obciążonych zabezpieczeniami rzeczowymi przeznacza się na zaspokojenie wierzycieli, których roszczenia były nimi zabezpieczone. Dotyczy to także sum ze sprzedaży w postępowaniu egzekucyjnym składników majątkowych obciążonych rzeczowo, które traktuje się jak sumy uzyskane z likwidacji obciążonych rzeczowo składników masy upadłości (art. 146 ust. 2a p.u.). Szczegółowe zasady dotyczące zaspokajania wierzycieli posiadających zabezpieczenia rzeczowe określa art. 345 p.u. Ochrona wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo doznaje jednak ograniczenia, które ustawodawca przewidział w art. 346 p.u. (Zimmerman 2016). Podział sum uzyskanych ze sprzedaży składników majątkowych objętych zabezpieczeniami rzeczowymi odbywa się zgodnie z zasadami określonymi w art. 348 p.u. Syndyk jest zobowiązany do sporządzenia oddzielnego planu podziału. Plan ten podlega zatwierdzeniu przez sędziego-komisarza na podstawie art. 351 ust.1p.u. (Cieślak 2016: 1073–1120).

2.3. Wpływ kosztów transakcyjnych w postępowaniu upadłościowym na efektywność ochrony wierzycieli

Koncepcja kosztów transakcyjnych, rozwinięta przez R.H. Coase'a (Coase 1937: 386–405) i O.E. Williamson'a, odgrywa istotną rolę w ekonomicznej analizie prawa upadłościowego (Williamson 1985). Koszty transakcyjne, w kontekście postępowania upadłościowego, obejmują wszelkie koszty postępowania oraz koszty związane z negocjacjami między wierzycielami i dłużnikiem, pozyskiwaniem informacji, monitorowaniem działań uczestników postępowania itp. L.M. LoPucki i J.W. Doherty w badaniu empirycznym wskazują, że bezpośrednie koszty postępowań upadłościowych dużych przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych stanowią średnio 1,4% wartości aktywów dłużnika, podczas gdy koszty pośrednie mogą być znacznie wyższe (LoPucki i Doherty 2004: 111–141). Z kolei A. Bris, I. Welch i N. Zhu szacują, że łączne koszty postępowań upadłościowych mogą sięgać nawet 20% wartości aktywów dłużnika (Bris, Welch i Zhu 2006: 1253–1303).

Polski ustawodawca wprowadził szereg mechanizmów mających na celu ograniczenie kosztów transakcyjnych w postępowaniu upadłościowym, w tym instytucję uproszczonego postępowania upadłościowego (konsumenckiego), możliwość zawarcia układu w postępowaniu upadłościowym czy tzw. przygotowaną likwidację (*prepackaged bankruptcy*), uregulowaną w art. 56a–56h p.u.

W orzecznictwie problemem kosztów zajmował się Trybunał Konstytucyjny w sprawie K 13/10 w postanowieniu z dnia 16 lipca 2012 r. SK 13/10 (OTK-A 2012/7/92), który podzielił stanowisko Prokuratora Generalnego, że przepis art. 13 ust. 1 p.u. wyraża jedną z naczelnych funkcji postępowania upadłościowego, które powinno prowadzić do – choćby niepełnego – zaspokojenia wierzycieli upadłego. W przypadku braku możliwości osiągnięcia tego celu, czego dowodem jest niewystarczająca ilość środków na pokrycie kosztów postępowania, postępowanie nie powinno zostać wszczęte, a będące już w toku – należy umorzyć.

2.4. Rola sędziego – komisarza i syndyka w maksymalizacji wartości masy upadłości i zapewnieniu efektywnej ochrony interesów wierzycieli

Sędzia-komisarz i syndyk odgrywają istotną rolę w maksymalizacji wartości masy upadłości, a tym samym w ochronie interesów wierzycieli. Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa optymalne działania sędziego-komisarza i syndyka powinny minimalizować koszty transakcyjne oraz maksymalizować wartość przedsiębiorstwa dłużnika dla ogółu wierzycieli. Sędzia w postępowaniu upadłościowym pełni funkcję nie tylko rozstrzygającą spory, ale również zarządczo-nadzorczą w zakresie przebiegu postępowania, a także podejmuje istotne decyzje dotyczące majątku dłużnika. Sędziowie upadłościowi powinni posiadać nie tylko wiedzę prawniczą, ale również wiedzę ekonomiczną, co pozwalałoby im na lepszą ocenę ekonomicznych konsekwencji podejmowanych decyzji. L.M. LoPucki i J.W. Doherty w badaniu empirycznym analizują wpływ wyboru sądu upadłościowego na wyniki postępowań upadłościowych dużych przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych (LoPucki i Doherty 2004: 111–141). Autorzy wykazali, że istnieją istotne różnice w wynikach postępowań upadłościowych między różnymi sądami, co sugeruje, że kompetencje i podejście sędziów mają istotny wpływ na efektywność postępowań.

Na wagę instytucji wyspecjalizowanych sądów i sędziów, jako efektywnego sposobu osiągnięcia celów pewności prawa i skuteczności postępowania upadłościowego, zwrócił uwagę także prawodawca europejski w punkcie 86 Preambuły Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1023 z 20 czerwca 2019 r. w sprawie ram restrukturyzacji zapobiegawczej, umorzenia długów i zakazów prowadzenia działalności oraz w sprawie środków zwiększających skuteczność postępowań dotyczących restrukturyzacji, niewypłacalności i umorzenia długów,

a także zmieniająca dyrektywę (UE) 2017/1132 (dyrektywa o restrukturyzacji i upadłości) (PE/93/2018/REV/1 Dz.U. L 172 z 26.6.2019, p. 18–55). Zgodnie z art. 25 wskazanej dyrektywy sędziowie prowadzący postępowania upadłościowe i restrukturyzacyjne powinni odbywać odpowiednie szkolenia i posiadać wiedzę fachową (Hrycaj 2025: 87).

Funkcja syndyka, który przejmuje zarząd nad majątkiem upadłego i działa w interesie wierzycieli, podlegając nadzorowi sędziego-komisarza zgodnie z art. 152 ust. 1 p.u., stanowi również istotny element systemu ochrony wierzycieli (I. Gill 2016: 885–944). Zgodnie art. 173 p.u. syndyk niezwłocznie obejmuje majątek upadłego, zarządza nim oraz zabezpiecza go przed zniszczeniem, uszkodzeniem lub przejęciem przez osoby trzecie. Syndyk ma obowiązek działania zgodnie z zasadą maksymalizacji wartości masy upadłości, co wynika z art. 179 p.u. (Hrycaj 2005). Ustawodawca przyznał wierzycielom w art. 168 ust. 5 p.u. uprawnienie do wnoszenia zarzutów dotyczących wydatków poniesionych przez syndyka lub jego zastępcę, co umożliwia skuteczniejszą kontrolę kosztów zarządzania masą upadłości.

Ważnym aspektem prawidłowego prowadzenia postępowania upadłościowego jest także zapewnienie wierzycielom dostępu do informacji o upadłości dłużnika. Jak wynika z art.176 ust. 1 p.u., syndyk ma obowiązek zawiadomić wierzycieli o ogłoszeniu upadłości, jeśli ich adresy są znane na podstawie ksiąg rachunkowych upadłego. Powyższa regulacja ma zapewnić wierzycielom prawną możliwość aktywnego uczestnictwa w postępowaniu i skuteczne dochodzenie swoich roszczeń (I. Gill 2016: 885–944).

W orzecznictwie polskich sądów rola syndyka w maksymalizacji zaspokojenia roszczeń wierzycieli została poruszona między innymi w postanowieniu Sądu Najwyższego z dnia 22 września 2020 sygn. akt I CSK 745/18 (pkt 35).

3. Skuteczność prawnych mechanizmów ochrony wierzycieli w świetle badań empirycznych

J.R. Franks, K.G. Nyborg i W.N. Torous wskazują na trzy główne kryteria oceny efektywności systemu prawa upadłościowego. Są to: zdolność do zachowania rentownych przedsiębiorstw przy jednoczesnej likwidacji przedsiębiorstw nierentownych, minimalizacja kosztów związanych z postępowaniem (zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich, takich jak utracone możliwości inwestycyjne) oraz elastyczność prawa (Franks, Nyborg i Torous 1996: 86–101). Efektywność prawa upadłościowego można oceniać także przez analizę tego, czy nierentowne przedsiębiorstwa unikają upadłości (błąd I), a w stosunku do rentownych prowadzi się postępowanie upadłościowe (błąd II) (Camacho-Miñano, Pascual-Ezama i Urquía-Grande 2013: 171–187).

Istotnym składnikiem efektywności postępowań upadłościowych jest efektywny wymiar sprawiedliwości, który zmniejsza niepewność związaną z egzekwowaniem umów, co z kolei sprzyja podejmowaniu działalności gospodarczej (Ippoliti, Melcarne i Ramello 2014: 75–94). W krajach o wysokiej efektywności sądów silna ochrona prawna wierzycieli działa bardziej jako czynnik odstraszający od ryzykownych zachowań inwestycyjnych i operacyjnych dłużnika, zachęcający do zawierania ugód pozasądowych, i prowadzi do mniejszej liczby upadłości (Claessens i Klapper 2005: 1–22). Wskazuje się w badaniach, że reformy wymiaru sprawiedliwości powinny poprzedzać lub towarzyszyć reformom finansowym państwa (Ponticelli 2015: 2–48). Poprawa efektywności sądów zmniejsza ograniczenia w dostępie przedsiębiorstw do kredytów, co może mieć wpływ (choć niejednoznaczny) na stopy procentowe i wskaźniki niewypłacalności przedsiębiorców (Jappelli, Pagano i Bianco 2002: 1–42). Przejrzysty i efektywny system sądowy, poprzez skuteczniejszą ochronę praw wierzycieli i szybsze procesy sądowe w przypadku niewypłacalności dłużników, skutkuje większą tzw. stopą odzysku wierzytelności i skłania banki do obniżenia spreadów kredytowych, co przekłada się na niższy koszt kredytu (Laeven i Majnoni 2003: 1–35). Modele teoretyczne przewidują, że nieskuteczne egzekwowanie roszczeń wierzycieli zwiększa prawdopodobieństwo trudności uzyskania przez przedsiębiorcę kapitału zewnętrznego w postaci kredytu (Fabbri i Padula 2003: 1–45). Sprawne sądownictwo skutecznie przeciwdziała strategicznemu niewykonywaniu umów (Chemin 2004: 1–28) oraz przyczynia się do tworzenia bardziej sprzyjającego środowiska instytucjonalnego dla przedsiębiorczości poprzez redukcję niepewności działalności gospodarczej, związanej z egzekwowaniem umów (Ippoliti, Melcarne i Ramello 2014: 75–94). Badano również związek między ochroną wierzycieli, reformami prawa upadłościowego a ekspansją kredytową w czterech rozwiniętych krajach OECD (Francja, Niemcy, Wielka Brytania, USA) w okresie 1970–2005. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych przepisy wzmacniające kontrolę wierzycieli nad bieżącą działalnością przedsiębiorstwa sprzyjają kredytowaniu, podczas gdy przepisy nadmiernie wzmacniające prawa wierzycieli zabezpieczonych w sytuacji niewypłacalności mogą je hamować (Deakin, Mollica i Sarkar 2017: 359–384).

W doktrynie wyrażono pogląd, że efektywność ochrony wierzycieli jest ściśle powiązana z podziałem systemów prawa na systemy prawa precedensowego (*common law*), prezentujące podejście „wspierające rynek", oraz systemy prawa kontynentalnego (*civil law*), charakteryzujące się niższą efektywnością prawa upadłościowego (Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer 2008: 285–332). Należy jednak dodać, że teoria pochodzenia prawnego została krytycznie oceniona przez innych badaczy, którzy podkreślali, że jest ona niewystarczającym wyjaśnieniem zależności między systemem prawnym a jego efektywnością w ochronie wierzycieli w prawie upadłościowym (Deakin, Mollica i Sarkar 2017: 359–384).

R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R.W. Vishny w przełomowym badaniu „Law and Finance" analizowali wpływ ochrony prawnej wierzycieli na rozwój rynków finansowych w 49 krajach (La Porta i inni 1998: 1113–1155). Autorzy stworzyli indeks praw wierzycieli (*creditor rights index*) i wykazali, że kraje o silniejszej ochronie prawnej wierzycieli mają lepiej rozwinięte rynki finansowe. S. Djankov, O. Hart, C. McLiesh i A. Shleifer w badaniu „Debt Enforcement Around the World" porównali efektywność egzekucji wierzytelności w 88 krajach, wykorzystując standaryzowany przypadek niewypłacalnego przedsiębiorstwa (Djankov, Hart i inni 2008: 1105–1149). Autorzy wykazali, że efektywność egzekucji wierzytelności jest wyższa w krajach o wyższym dochodzie *per capita*, w systemach prawnych opartych na prawie precedensowym (*common law*) oraz w krajach o silniejszej ochronie praw wierzycieli. Z kolei badania hiszpańskiego systemu upadłościowego wskazują na niską efektywność i nieatrakcyjność postępowania upadłościowego (Celentani, García-Posada i Gómez 2010: 1–52). Inne badania wskazują, że niektóre kraje Europy, takie jak Hiszpania, posiadają niski wskaźnik upadłości na 10 000 przedsiębiorstw, co jednak jest wyłącznie oznaką nieefektywności systemu prawa upadłościowego, polegającej na tym, że przedsiębiorcy nie zgłaszają wniosku o ogłoszenie upadłości pomimo istnienia takiego obowiązku (Mora-Sanguinetti i García-Posada 2013: 7–51).

W najnowszych badaniach empirycznych można zaobserwować rosnące zainteresowanie wpływem technologii na efektywność postępowań upadłościowych. A.J. Casey i A. Niblett analizują możliwości wykorzystania sztucznej inteligencji w postępowaniach upadłościowych, argumentując, że może ona przyczynić się do obniżenia kosztów transakcyjnych oraz poprawy efektywności alokacyjnej (Casey i Niblett 2019: 1–33).

Najbardziej efektywne systemy prawa upadłościowego na świecie funkcjonują w Finlandii, Stanach Zjednoczonych, Japonii, Niemczech oraz Norwegii. Stanowią one wzór rozwiązań instytucjonalno-prawnych w zakresie postępowań upadłościowych. Jednocześnie należy zauważyć, że 20 krajów świata położonych w regionach Afryki i Azji otrzymało wartość 0 we wskaźniku rozwiązywania upadłości według Banku Światowego, co świadczy o znaczących dysproporcjach w efektywności systemów prawnych na poziomie globalnym. Najlepsze rezultaty prezentuje poniższy wykres, wśród których znalazła się także Polska.

W polskiej literaturze badania nad efektywnością praw wierzycieli prowadzili między innymi S. Morawska i P. Staszkiewicz, którzy w badaniach za lata 2004–2012 wykazali, że stopień zaspokojenia wierzycieli w postępowaniach upadłościowych obejmujących likwidację majątku dłużnika był niski i wynosił średnio 17% w badanych sądach, przy czym koszty tych postępowań przekraczały 40% masy upadłości, a ich średni czas trwania, liczony od złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości, wynosił przeciętnie dwa lata. Nadto, jak wskazano w badaniu, przeciętnie ponad połowa wniosków o ogłoszenie upadłości była



Ryc. 1. Kraje o najwyższej efektywności systemów prawa upadłościowego według wskaźnika rozwiązywania upadłości

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportu Banku Światowego Doing Business 2020.

oddalana z powodu niewystarczających aktywów na pokrycie kosztów postępowania (Morawska i Staszkiewicz 2017: 19–24).

Badania S. Morawskiej, P. Staszkiewicz oraz P. Banasik wskazały, że ochrona wierzycieli w postępowaniu upadłościowym jest nieefektywna ze względu na długi okres postępowania, wysokie koszty postępowania i niską stopę odzysku wierzytelności. Czas rozpoznania wniosku o ogłoszenie upadłości przekraczał instrukcyjny termin dwóch miesięcy (średnio 50–75 dni), a całe postępowanie trwało od 646 dni (Warszawa) do 1072 dni (Gdańsk). Średni poziom zaspokojenia wierzycieli wynosił jedynie 15–25%, przy czym realna skuteczność mogła być niższa ze względu na niezgłaszanie wszystkich roszczeń przez nieaktywnych

wierzycieli. Koszty postępowania pochłaniały od 63% do 75% masy upadłościowej, z czego 20–30% stanowiły wynagrodzenia syndyka. Wnioski o upadłość składali głównie sami dłużnicy (62–75% przypadków) (Morawska, Staszkiewicz i Banasik 2017: 53–73).

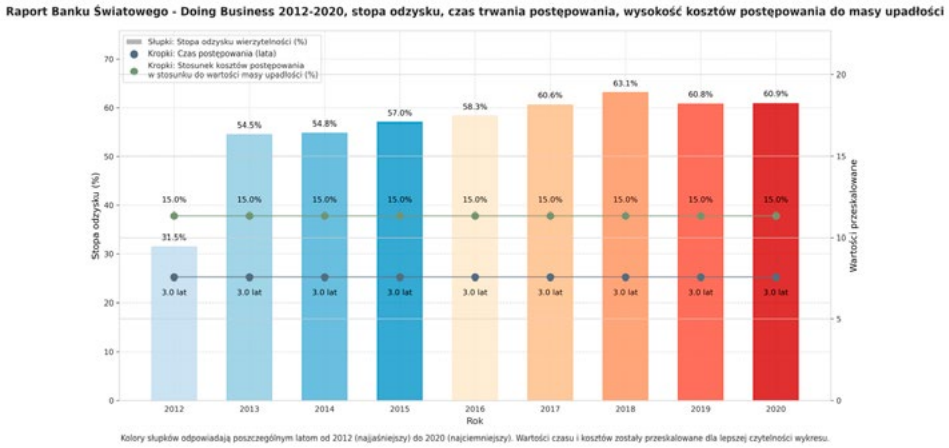
W późniejszym badaniu S. Morawska i P. Staszkiewicz wskazują, że nieefektywność systemu prawnego bezpośrednio wpływa na ochronę wierzycieli, co może przekładać się na obniżenie napływu kapitału do gospodarki. Badacze wskazali, że konstrukcja polskiego systemu prawa upadłościowego prowadzi do wystąpienia tzw. błędu I (18%), gdzie nierentowne ekonomicznie przedsiębiorstwa nie składają wniosku o ogłoszenie upadłości, oraz błędu II (7%), kiedy w stosunku do rentownych przedsiębiorstw prowadzi się postępowanie upadłościowe. Jak podkreślają autorzy, średnia stopa odzysku wierzytelności wynosi 20% na sprawę, a przy uwzględnieniu wartości pieniądza w czasie stopa zwrotu jest niższa i oscyluje na poziomie 12%. Średni czas trwania postępowania od złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości do zakończenia postępowania to 853 dni (Staszkiewicz i Morawska 2019: 365–383).

Skuteczność modeli predykcji upadłości przedsiębiorstw w Polsce badał B. Prusak, wskazując, że wczesna identyfikacja problemów finansowych przedsiębiorstw może przyczynić się do poprawy efektywności procesów restrukturyzacyjnych i upadłościowych. Autor argumentuje, że wykorzystanie modeli predykcji upadłości przez wierzycieli może stanowić istotny mechanizm ochrony ich interesów (Prusak 2011). A. Gniadkowska-Szymańska i M. Bolek analizują, w jaki sposób oceniać kondycję ekonomiczną przedsiębiorstw na podstawie listy wskaźników ekonomicznych i oczekiwań inwestorów (Gniadkowska-Szymańska i Bolek 2018: 11–22).

W literaturze podnosi się problem niskiej efektywności polskich postępowań upadłościowych (Kruczalak-Jankowska, Machnikowska i Maśnicka 2019). Jak dodaje B. Sierakowski, wierzycielom w wielu wypadkach nie są zapewnione odpowiednie gwarancje procesowe. Jednocześnie sami zainteresowani nie wykazują aktywności w trakcie postępowań upadłościowych i nie korzystają z przysługujących im uprawnień przewidzianych prawem, choćby poprzez udział w zgromadzeniu wierzycieli czy ustanowienie rady wierzycieli (Sierakowski, Wierzyciele 2022: 42–43).

W Polsce efektywność systemu w zakresie stopy odzysku wierzytelności systematycznie wzrasta z roku na rok, podczas gdy koszty oraz czas trwania postępowania utrzymują się na zbliżonym poziomie. Prawidłowość ta znajduje potwierdzenie w raportach Banku Światowego Doing Business za lata 2012–2020, co ilustruje poniższy wykres.

Raport Komisji Europejskiej potwierdza, że północne państwa UE osiągają relatywnie wysokie wskaźniki zwrotu, podczas gdy w krajach Europy Wschodniej i Południowej są one relatywnie niskie (Coutinho, Kappeler i Turrini 2023).



Ryc. 2. Efektywność polskiego systemu upadłościowego w latach 2012–2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportu Banku Światowego Doing Business 2012–2020.

4. Pierwszeństwo restrukturyzacji przed upadłością jako zasada systemowa polskiego prawa o niewypłacalności

Systemy prawa upadłościowego można klasyfikować według stopnia ochrony interesów wierzycieli względem dłużnika, wyróżniając model prodłużniczy (priorytetyzujący restrukturyzację przedsiębiorstwa) oraz model prowierzycielski (preferujący likwidację majątku dłużnika) (Banasik i inni 2022). F.J. Weston prezentuje tezę, że w prawie o niewypłacalności należy raczej poszukiwać zrównoważonego systemu normatywnego, który uwzględnia interesy zarówno wierzycieli, jak i dłużników (Weston 1977: 45–68). Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa kluczowym pytaniem jest, który z tych modeli zapewnia większą efektywność ekonomiczną, rozumianą jako maksymalizacja dobrobytu społecznego. Początkowo wyrażano pogląd, w którym podważano zasadność restrukturyzacji w systemie prawa (Baird 1986). Nowsze badania nad efektywnością postępowań upadłościowych obejmujących likwidację majątku dłużnika oraz restrukturyzację wykazały, wbrew pierwotnym twierdzeniom, że likwidacja nie jest ani szybsza, ani tańsza (w ujęciu kosztów bezpośrednich) od restrukturyzacji (Bris, Welch i Zhu 2006: 1253–1303). R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R.W. Vishny wykazali, że kraje o silniejszej ochronie prawnej wierzycieli mają lepiej rozwinięte rynki finansowe, co sugeruje, że model z większą ochroną wierzycieli może sprzyjać rozwojowi gospodarczemu (La Porta i inni 1998: 1113–1155). Podobnie S. Djankov, C. McLiesh i A. Shleifer wykazali, że silne prawa wierzycieli są pozytywnie skorelowane z wyższym stosunkiem kredytu prywatnego do PKB (Djankov, McLiesh i Shleifer 2007: 299–329). Jednak jak zauważają K.M. Ayotte i H. Yun, zbyt silna ochrona wierzycieli może prowadzić do nieefektywnych

ekonomicznie wyników, w szczególności poprzez nadmierną ilość postępowań upadłościowych obejmujących likwidację przedsiębiorstw, które mogłyby zostać efektywnie zrestrukturyzowane (Ayotte i Yun 2007: 2–30). Autorzy argumentują, że optymalny system upadłościowy powinien zapewniać równowagę między ochroną interesów wierzycieli a możliwością efektywnej restrukturyzacji przedsiębiorstw. D.A. Skeel analizuje ewolucję amerykańskiego prawa upadłościowego, które historycznie wykazuje cechy chroniące interesy dłużnika, co odróżnia je od systemów prawa o niewypłacalności w innych krajach. Autor wskazuje, że efektywność ekonomiczna amerykańskiego prawa upadłościowego jest złożona i zależna od kontekstu prawnego oraz jakości egzekwowania przepisów. Z jednej strony ułatwia restrukturyzację przedsiębiorstw, zachowując ich wartość, z drugiej nadmierna ochrona wierzycieli może prowadzić do nieefektywnych rezultatów, takich jak zbyt częsta likwidacja firm nadających się do restrukturyzacji (Skeel 2001). Badania wskazują, że istnieją obiektywne wskaźniki finansowe (m.in. indeks bankructwa), które są powiązane z prawdopodobieństwem przetrwania przedsiębiorstwa mierzącego się z niewypłacalnością. Wyższy indeks bankructwa, wskazujący na gorszą kondycję finansową dłużnika, wiąże się z mniejszym prawdopodobieństwem możliwości przeprowadzenia skutecznej restrukturyzacji (Aguiar-Díaz i Ruiz-Mallorquí 2015: 71–80).

P. Banasik i inni wskazali, że prodłużniczy model postępowania upadłościowego wprowadzony w Polsce 1 stycznia 2016 r. jest mniej efektywny niż model prowierzycielski obowiązujący na gruncie p.u.n., który w ocenie autorów skuteczniej zarządzał interesami wierzycieli. Autorzy podkreślili, że częste zmiany prawa upadłościowego negatywnie wpływają na jego skuteczność, postulując stabilizację rozwiązań normatywnych i ich utrwalenie w orzecznictwie (Banasik i inni 2022).

Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa optymalny wybór pomiędzy restrukturyzacją a upadłością powinien maksymalizować wartość przedsiębiorstwa dłużnika dla ogółu wierzycieli, co wiąże się z optymalną alokacją zasobów w gospodarce. D.G. Baird wprowadził koncepcję tzw. testu wartości likwidacyjnej (*liquidation value test*), zgodnie z którym przedsiębiorstwo powinno zostać zrestrukturyzowane, jeśli jego wartość jako funkcjonującego podmiotu gospodarczego (*going concern value*) przewyższa jego wartość likwidacyjną. W przeciwnym razie, przedsiębiorstwo powinno zostać zlikwidowane, a jego aktywa powinny zostać przeniesione do bardziej produktywnych zastosowań (Baird 1996: 336–351). P. Aghion, O. Hart i J. Moore proponują alternatywny mechanizm wyboru między likwidacją a restrukturyzacją, oparty na aukcji przedsiębiorstwa dłużnika (Aghion, Hart i More 1992: 523–546). Autorzy argumentują, że mechanizm rynkowy pozwala na bardziej efektywną alokację zasobów niż decyzje sądowe. M.J. White analizowała problem nadmiernej restrukturyzacji (*excessive reorganization*) oraz nadmiernej likwidacji (*excessive liquidation*) w amerykań-

skim systemie upadłościowym (White 1994: 268–295). Autorka argumentuje, że zarówno nadmierna reorganizacja, jak i nadmierna likwidacja prowadzą do nieefektywnej alokacji zasobów w gospodarce. Z kolei E. Warren podkreśla, że społeczne koszty likwidacji przedsiębiorstw, obejmujące utratę miejsc pracy, negatywnie wpływają na lokalną gospodarkę oraz prowadzą do utraty kapitału ludzkiego i organizacyjnego (Warren 1992: 437–479). Autorka argumentuje, że optymalny system upadłościowy powinien uwzględniać te koszty społeczne przy podejmowaniu decyzji o likwidacji lub restrukturyzacji przedsiębiorstwa.

W polskiej literaturze zwraca się uwagę, że sąd, dokonując wykładni przepisów dotyczących układu z odroczonymi płatnościami, powinien przeprowadzić złożoną analizę finansową, obejmującą ustalenie wartości bieżącej świadczeń oraz dobór odpowiedniej stopy dyskontowej (Mataczyński 2006: 43–48).

Polski system prawa o niewypłacalności od 1 stycznia 2016 r. przewiduje priorytet postępowań restrukturyzacyjnych nad postępowaniem upadłościowym, kierując się koniecznością ochrony wartości przedsiębiorstwa oraz zapewnienia wyższego stopnia zaspokojenia wierzycieli. Restrukturyzacja ma na celu uniknięcie upadłości poprzez zawarcie układu z wierzycielami, co w wielu przypadkach pozwala na kontynuację działalności dłużnika i skutkuje wyższym poziomem zaspokojenia roszczeń niż w przypadku likwidacji majątku. Zasada pierwszeństwa restrukturyzacji została wyrażona w art. 9a i 9b p.u (Adamus 2021). Przepis art. 9a p.u. wyklucza możliwość ogłoszenia upadłości w trakcie trwania postępowania restrukturyzacyjnego. Ponadto, zgodnie z art. 9b ust. 1 p.u. (art. 11 p.r.), w przypadku równoczesnego złożenia wniosków o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego i wniosku o ogłoszenie upadłości pierwszeństwo ma postępowanie restrukturyzacyjne. Przepis art. 9b ust. 2 p.u. (art. 12 ust. 2 p.r.) przewiduje wstrzymanie rozpoznania wniosku o ogłoszenie upadłości do czasu zakończenia postępowania restrukturyzacyjnego, co nie stoi na przeszkodzie zabezpieczeniu majątku dłużnika, np. poprzez ustanowienie tymczasowego nadzorcy sądowego lub zarządcy przymusowego. Na niekompletność regulacji zwraca uwagę N. Frosztęga, M. Waberski (Frosztęga i Waberski 2020: 97–112).

Ustawodawca przewidział także wyjątki od zasady pierwszeństwa restrukturyzacji. Zgodnie z art. 9b ust. 3 p.u. jeśli dalsze prowadzenie restrukturyzacji jest sprzeczne z interesem ogółu wierzycieli, sąd może połączyć oba wnioski do wspólnego rozpoznania i rozstrzygnąć je jednym postanowieniem. Dodatkowo, na podstawie art. 9b ust. 4 p.u., jeżeli rozpatrzenie obu wniosków łącznie prowadziłoby do znacznych opóźnień i szkody dla wierzycieli, sąd upadłościowy może odstąpić od połączenia spraw i rozpoznać wniosek o upadłość w pierwszej kolejności, informując o tym sąd restrukturyzacyjny (Hrycaj 2018: 4–20).

Przewidziano również mechanizmy koordynacji między sądami rozpatrującymi wnioski o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego i wnioski o ogłoszenie upadłości. Zgodnie z art.12 ust. 1 p.r. sąd restrukturyzacyjny niezwłocznie po

powzięciu wiadomości o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości zawiadamia sąd upadłościowy o złożeniu wniosku restrukturyzacyjnego. Powyższa regulacja ma na celu zapewnienie spójności i efektywności podejmowanych decyzji (Adamus 2018).

5. Wnioski

Analiza przeprowadzona w niniejszym artykule wskazuje, że wybór między restrukturyzacją a likwidacją przedsiębiorstwa powinien być dokonywany w oparciu o konkretne uwarunkowania ekonomiczne, prawne i instytucjonalne. Z perspektywy ekonomicznej analizy prawa kluczowe znaczenie ma identyfikacja tych sytuacji, w których możliwe jest zachowanie funkcjonalnej wartości przedsiębiorstwa oraz odbudowa jego zdolności do generowania nadwyżki ekonomicznej, jak również rozpoznanie przypadków, w których dalsze funkcjonowanie podmiotu nie znajduje uzasadnienia ekonomicznego.

Zasada priorytetu restrukturyzacji pełni istotną funkcję w systemie prawa, choć nie ma charakteru bezwzględnego. Jej obecność w strukturze normatywnej tworzy ramy dla efektywnego zarządzania ryzykiem upadłości i zachęca do podejmowania działań naprawczych na wczesnym etapie zagrożenia niewypłacalnością. Ostateczny rezultat postępowania zależy jednak od wielu czynników, w tym od rzeczywistej zdolności przedsiębiorstwa do restrukturyzacji, jakości zarządzania, rodzaju zadłużenia, struktury wierzycieli oraz dostępnych instrumentów wsparcia.

Przydatność podejścia opartego na *law and economics* ujawnia się zwłaszcza w analizie bodźców wpływających na decyzje podejmowane przez dłużników, wierzycieli oraz organy postępowania. Skuteczny system powinien nie tylko minimalizować straty wynikające z niewypłacalności, ale także stwarzać ramy dla optymalnego wykorzystania zasobów w skali całej gospodarki. W tym sensie prawo o niewypłacalności nie ogranicza się do funkcji redystrybucyjnej, lecz pełni rolę regulacyjną, wpływającą na zachowania uczestników rynku i efektywność całego systemu gospodarczego.

W świetle powyższego nie sposób formułować jednej uniwersalnej reguły co do preferowanego trybu postępowania w przypadku niewypłacalności (zagrożenia niewypłacalnością). Ostateczna ocena powinna każdorazowo uwzględniać specyfikę sytuacji, w tym możliwość odbudowy wartości przedsiębiorstwa, koszty alternatywne likwidacji oraz konsekwencje społeczne i instytucjonalne obu rozwiązań. Równocześnie rozwój mechanizmów sprzyjających restrukturyzacji może stanowić element racjonalnej polityki prawa, służący zwiększaniu elastyczności systemu i jego odporności na wstrząsy gospodarcze.

Wykaz skrótów

p.u. – Ustawa z 28.2.2003 r. Prawo upadłościowe (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 794)
p.r. – Ustawa z 15.5.2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (t.j. Dz.U. z 2022 r. poz. 2309)
p.u.n. – Ustawa z 28.2.2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (t.j. Dz.U. z 2012 r. poz. 1112 z późn. zm.).

Bibliografia

Adamus, Rafał. 2018. *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Warszawa.
Adamus, Rafał. 2019. Skutki dokonania czynności prawnej bez zgody tymczasowego nadzorcy sądowego. *Rejent* 5, 9–21.
Adamus, Rafał. 2021. *Prawo upadłościowe. Komentarz*. Warszawa
Adamus, Rafał. 2023. Zarząd przymusowy jako sposób zabezpieczenia w postępowaniu w przedmiocie ogłoszenia upadłości. *Monitor Prawa Bankowego* 3, 68–77.
Adamus, Rafał. 2024. Wątpliwości co do konstrukcji przestępstwa niezłożenia wniosku o upadłość. *Prokuratura i Prawo* 7–8, 91–103.
Adler, Barry E. 1994. Finance's Theoretical Divide and the Proper Role of Insolvency Rules. *Southern California Law Review* 67, 1107–1150.
Adler, Barry E. 1996. Bankruptcy and risk allocation. W: *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, (red.) Jagdeep S. Bhandari i Lawrence A. Weiss, 434–449. New York.
Adler, Barry E. 2018. The creditors' bargain revisited. *Penn Law Review* 7(166), 1854–1864.
Aghion, Philippe, Oliver Hart i John Moore. 1992. The Economics of Bankruptcy Reform. *Journal of Law, Economics, & Organization* 4097, 523–546.
Aguiar-Díaz, Inmaculada i María Victoria Ruiz-Mallorquí. 2015. Causes and resolution of bankruptcy: The efficiency of the law. *The Spanish Review of Financial Economics* 13(2), 71–80.
Armour, John. 2001. The Law And Economics Of Corporate Insolvency: A Review. *ESRC Centre of Business Research*, no. 197. University of Cambridge.
Ayotte, Kenneth M. i Hayong Yun. 2007. Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments. *Journal of Law, Economics, & Organization* 25 (1) (February 16), 2–30.
Baird, Douglas G. 1986. The Uneasy Case for Corporate Reorganizations. *The Journal of Legal Studies* 15(1), 127–147.
Baird, Douglas G. 1987. A World Without Bankruptcy. *Law and Contemporary Problems* 50, 173–193.
Baird, Douglas G. 1996. The Uneasy Case for Corporate Reorganizations. W: *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, (red.) Jagdeep S. Bhandari i Lawrence A. Weiss, 336–351. New York.
Baird, Douglas G. i Randal C. Picker. 1991. A *Simple Noncooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations*, t. 20(2). W: *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, (red.) Jagdeep S. Bhandari i Lawrence A. Weiss, 311–349. New York.
Baird, Douglas G. i Thomas H. Jackson. 1984. Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy. *University of Chicago Law Review* 51(1), 97–130.
Banasik, Przemysław, Małgorzata Godlewska, Piotr Kędzierski, Sylwia Morawska i Jolanta Turek. 2022. Model prodłużniczy i model prowierzycielski – porównanie skuteczności prawa upadłościowego. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie* 66(4).

Bank Światowy. 2012. Resolving insolvency.
Bebchuk, Lucian A. i Jesse M. Fried. 1996. The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *Yale Law Journal* 105, 857–934.
Bris, Arturo, Ivo Welch i Ning Zhu. 2006. The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance* 61(3), 1253–1303.
Camacho-Miñano, María-del-Mar, David Pascual-Ezama i Elena Urquía-Grande. 2013. On the Efficiency of Bankruptcy Law: Empirical Evidence in Spain. *International Insolvency Review* 22(3), 171–187.
Casey, Anthony J. i Anthony Niblett. 2019. Self-Driving Contracts. *Journal of Corporation Law* 43(1), 1–33.
Celentani, Marco, Miguel García-Posada i Fernando Gómez. 2010. *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis*. Madryt: Fedea.
Chemin, Matthieu. 2004. Does the Quality of the Judiciary Shape Economic Activity? Evidence from India.
Chrapoński, Dariusz. 2021. Komentarz do art. 77. W: *Prawo upadłościowe. Komentarz*, (red.) Aleksander Jerzy Witosz, Halina Buk, Witold Gewald, Wojciech Klyta, Anetta Malmuk-Cieplak, Mirosław Mozdżeń i Andrzej Torbus. Warszawa.
Cieślak, Sławomir. 2016. Postępowanie podziałowe. W: *System prawa handlowego*, t. 6: *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*, (red.) Anna Hrycaj, Andrzej Jakubecki i Antoni Witosz, 1073–1120. Warszawa.
Claessens, Stijn i Leora F. Klapper. 2005. *Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use*, 1–22. American Law and Economics Association 7 (1), 253–283.
Coase, Ronald H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica*: 386–405.
Coase, Ronald H. 1960. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics* 1–44.
Cooter, Robert i Thomas Ulen. 2009. *Ekonomiczna analiza prawa*. Warszawa.
Coutinho, Leonor, Andreas Kappeler i Alessandro Turrini. 2023. *Insolvency Frameworks across the EU: Challenges after COVID-19*, 5–22.
Currit, Marta. 2021. *Pokrzywdzenie wierzyciela przez dłużnika. Przestępstwa z art. 300 i 301 § 1 k.k.* Warszawa.
Deakin, Simon, Viviana Mollica i Prabirjit Sarkar. 2017. Varieties of creditor protection: insolvency law reform and credit expansion in developed market economies. *Socio-Economic Review* 15 (2), 359–384.
Djankov, Simeon, Caralee McLiesh i Andrei Shleifer. 2007. Private Credit in 129 Countries. *Journal of Financial Economics* 84 (2), 299–329.
Djankov, Simeon, Oliver Hart, Caralee McLiesh i Andrei Shleifer. 2008. Debt Enforcement Around the World. *Journal of Political Economy* 116 (6), 1105–1149.
Fabbri, Daniela i Mario Padula. 2003. *Does Poor Legal Enforcement Make Households Credit-Constrained?* Journal of Banking & Finance 28(10), 1–45.
Franks, Julian R., Kjell G. Nyborg i Walter N. Torous. 1996. A Comparison of US, UK, and German Insolvency Codes. *Financial Management* 25(3), 86–101.
Frosztęga, Norbert i Mateusz Waberski. 2020. Zbieg wniosku o ogłoszenie upadłości z obwieszczeniem o otwarciu uproszczonego postępowania restrukturyzacyjnego. *Monitor Prawa Bankowego* 10, 97–112.
García-Posada Gómez, Miguel. 2020. Analysis of insolvency proceedings in Spain against the backdrop of the COVID-19 crisis: insolvency proceedings, pre-insolvency arrangements and the insolvency moratorium. *Documentos Ocasionales* 2029: 8–26.

Gill, Izabella. 2016. Podmioty postępowania upadłościowego. W: *System prawa handlowego*, t. 6: *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*, (red.) Anna Hrycaj, Andrzej Jakubecki i Antoni Witosz, 885–944. Warszawa.

Gill, Izabella. 2021. *Wpływ ogłoszenia upadłości na cywilne postępowania sądowe, przed sądem polubownym, administracyjne i sądowoadministracyjne*. W: *Prawo restrukturyzacyjne i prawo upadłościowe*, (red.) Izabella Gill, 742–750. Warszawa.

Gill, Piotr i Rafał Adamus. 2021. *Materialnoprawne skutki ogłoszenia upadłości*. W: *Prawo restrukturyzacyjne i prawo upadłościowe*, (red.) Izabella Gill, 555. Warszawa

Gniadkowska-Szymańska, Agata i Monika Bolek. 2018. Ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym w świetle Prawa upadłościowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 1(91), 11–22.

Gurgul, Stanisław. 2017. *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Warszawa.

Gurgul, Stanisław. 2018. *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Warszawa.

Hrycaj, Anna. 2005. *Syndyk masy upadłości*. Poznań.

Hrycaj, Anna. 2018. Przegląd orzecznictwa w sprawach restrukturyzacyjnych i upadłościowych. *Doradca Restrukturyzacyjny* 12(2), 4–20.

Hrycaj, Anna. 2022. *Wprowadzenie*. W: *Postępowanie upadłościowe w praktyce sądów powszechnych*, (red.) Anna Hrycaj, Patryk Filipiak, Bartosz Sierakowski i Jakub Rak, 7–13. Warszawa.

Hrycaj, Anna. 2024. Chcącemu nie dzieje się krzywda, czyli nieaktywny wierzyciel hipoteczny w postępowaniu upadłościowym. *Doradca Restrukturyzacyjny* 37(3), 22–28.

Hrycaj, Anna. 2025. Kilka słów na temat kształtu sądownictwa w sprawach restrukturyzacyjnych i upadłościowych. *Doradca Restrukturyzacyjny* 39(1), 87.

Ippoliti, Roberto, Alessandro Melcarne i Giovanni B. Ramello. 2015. Judicial efficiency and entrepreneurs' expectations on the reliability of European legal systems. *Journal of Law and Economics* 40(1), 75–94.

Jackson, Thomas H. 1982. Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain. *The Yale Law Journal* 91, 5.

Jackson, Thomas H. 1986. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Cambridge: Harvard University Press.

Jackson, Thomas H. i David A. Skeel Jr. 2013. Bankruptcy and Economic Recovery. *Institute for Law and Economics Research Paper* 13–27, 1–37.

Jackson, Thomas H. i Robert E. Scott. 1989. On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain. *Virginia Law Review* 75(2), 155–218.

Janda, Paweł. 2016. Konkurencja wierzycieli osobistych w postępowaniu upadłościowym po nowelizacji. *Przegląd Prawa Handlowego* 6, 15–21.

Janda, Paweł. 2020. *Prawo upadłościowe. Komentarz*. Warszawa.

Janda, Paweł. 2023. *Prawo upadłościowe. Komentarz*. Warszawa

Jappelli, Tullio, Marco Pagano i Magda Bianco. 2002. *Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets* 58, 1–42.

Kamieński, Grzegorz. 2021. *Postępowanie podziałowe*. W: *Prawa restrukturyzacyjne i prawo upadłościowe*, (red.) Izabella Gill, 992–1013. Warszawa.

Kruczalak-Jankowska, Joanna, Anna Machnikowska i Monika Maśnicka. 2019. *Działalność sądów w postępowaniach restrukturyzacyjnych i upadłościowych: bariery funkcjonowania i instrumenty poprawy systemu upadłościowego w Polsce*. Gdańsk.

Kwiatkowski, Dariusz. 2022. *Skarga pauliańska i bezskuteczność czynności prawnych w restrukturyzacji i upadłości. Praktyczny przewodnik*. Warszawa.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes i Andrei Shleifer. 2008. The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature* 46(2), 285–332.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer i Robert W. Vishny. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106(6):, 1113–1155.

Laeven, Luc i Giovanni Majnoni. 2003. Does Judicial Efficiency Lower the Cost of Credit? *World Bank Policy Research Working Paper* 3159: 1–35.

LoPucki, Lynn M. i Joseph W. Doherty. 2004. The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases. *Journal of Empirical Legal Studies* 1(1), 111–141.

Lubicz-Posochowska, Aleksandra. 2013. *Ochrona wierzycieli w postępowaniu upadłościowym*. W: *Ochrona interesów wierzycieli w stosunkach gospodarczych*, (red.) Krzysztof Szuma, 152–162. Poznań.

Mataczyński, Maciej. 2006. Analiza finansowa w orzecznictwie sądów amerykańskich w postępowaniu upadłościowym – wybrane zagadnienia amerykańskiego prawa upadłościowego. *Transformacje Prawa Prywatnego* 1, 43–48.

Mogiełka, Przemysław. 2023. Układ w postępowaniu restrukturyzacyjnym na tle ekonomicznej analizy prawa. Gdańsk: Uniwersytet Gdański [maszynopis pracy doktorskiej].

Mora-Sanguinetti, Juan S. i Miguel García-Posada. 2013. *Are There Alternatives to Bankruptcy? A Study of Small Business Distress in Spain* 1315, 7–51.

Morawska, Sylwia i Piotr Staszkiewicz. 2017. Ocena poziomu rzeczywistej ochrony praw wierzycieli w Polsce w latach 2004–2012 – koszty transakcyjne dochodzenia praw z umów. *Biuletyn PTE* 2(77), 19–24.

Morawska, Sylwia, Piotr Staszkiewicz i Przemysław Banasik. 2017. *Ochrona praw wierzycieli w przypadku niewypłacalności*. W: *Ochrona praw wierzycieli w Polsce. Wymiar ekonomiczny, koszty transakcyjne, prawne formy zabezpieczeń, informatyzacja sądownictwa*, (red.) Jacek Gołaczyński i Elżbieta Mączyńska, 53–73. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.

Pałys, Jerzy. 2021. *Zgłoszenie i ustalenie wierzytelności w postępowaniu upadłościowym*. W: *Prawo restrukturyzacyjne i prawo upadłościowe*, (red.) Izabella Gill, 884–973. Warszawa.

Ponticelli, Jacopo. 2015. Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil. Chicago Booth Research Paper 14-08, Fama-Miller Working Paper, 2–48.

Prusak, Błażej. 2011. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw: ujęcie międzynarodowe*. Warszawa.

Roe, Mark J. 1989. Commentary on On the Nature of Bankruptcy: Bankruptcy, Priority, and Economics. *Virginia Law Review* 75, 219–240.

Schwartz, Alan. 1996. A *theory of loan priorities*. W: *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, (red.) Jagdeep S. Bhandari i Lawrence A. Weiss, 17–25. New York

Scott, Robert E. 1986. *Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic*, 690–708.

Sieczka, Łukasz i Łukasz Lipski. 2023. Sporządzenie spisu inwentarza a status prawny składników majątkowych. *Monitor Prawniczy* 1, 118–120.

Sierakowski, Bartosz. 2022. *Wierzyciele*. W: *Postępowanie upadłościowe w praktyce sądów powszechnych*, (red.) Anna Hrycaj, Patryk Filipiak, Bartosz Sierakowski i Jakub Rak, 42–43. Warszawa.

Sierakowski, Bartosz. 2023. *Zobowiązania masy upadłości*. Warszawa.

Skeel, David A., Jr. 2001. *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*. Princeton: Princeton University Press.

Staszkiewicz, Paulina i Sylwia Morawska. 2019. The efficiency of bankruptcy law: evidence of creditor protection in Poland. *European Journal of Law and Economics* 48(3), 365–383.
Warren, Elizabeth. 1992. The Untenable Case for Repeal of Chapter 11. *The Yale Law Journal* 102(2), 437–479.
Weston, J. Fred. 1977. Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy. *Law and Contemporary Problems* 41(4), 45–68.
White, Michelle J. 1994. Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings. *The Journal of Law, Economics, and Organization* 10(2), 268–295.
White, Michelle J. 2005. *Economic Analysis of Corporate and Personal Bankruptcy and Law*, t. 11536. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
Williamson, Oliver E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
Witosz, Aleksander Jerzy. 2017. Ochrona wierzycieli w postępowaniu upadłościowym. *Przegląd Prawa Handlowego* 9, 37–46.
Wołowski, Przemysław. 2024. Ogólne uwagi o postępowaniu upadłościowym i restrukturyzacyjnym. *Monitor Prawniczy* 2, 81–92.
Wydrzyński, Piotr P., Łukasz Czarnocki, Piotr Olewniczak i Piotr P. Wydrzyński. 2018. Co wolno upadłemu? Prawa i obowiązki upadłego konsumenta, cz. I. *Doradca Restrukturyzacyjny* 12(2), 70–81.
Zembrzuski, Tadeusz. 2010. Legitymacja do wniesienia zarzutów przeciwko ostatecznemu planowi podziału funduszy masy upadłości. *Radca prawny* 6, 75–78.
Zimmermann, Piotr. 2016. *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Warszawa.
Zimmermann, Piotr. 2024. *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Warszawa.

Orzecznictwo

Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 8 czerwca 2010 r., sygn. akt P 62/08.
Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 26 kwietnia 2017 r., sygn. akt XIII Ga 86/17.
Wyroku Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 27 sierpnia 2014 r., sygn. akt I ACA 890/14.
Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 marca 2009 r. sygn. akt II CSK 522/08.
Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Gdańsku z dnia 3 kwietnia 2012 r., sygn. akt I SA/Gd 168/12.
Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 21 stycznia 2010 r. w sprawie C-444/07, MG Probut Gdynia sp. z o.o.
Postanowienie Trybunału Konstytucyjnego z dnia 16 lipca 2012 r. w sprawie SK 13/10 (OTK-A 2012/7/92).
Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 22 września 2020 r., sygn. akt I CSK 745/18 (pkt 35).

Zestawienie innych źródeł

Raport Banku Światowego – Doing Business 2012.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2013.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2014.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2015.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2016.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2017.

Raport Banku Światowego – Doing Business 2018.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2019.
Raport Banku Światowego – Doing Business 2020.
Insolvency Frameworks across the EU: Challenges after COVID-19-2023.