

MACIEJ MATA CZYŃSKI*

ANALIZA FINANSOWA W ORZECZNICTWIE SĄDÓW
AMERYKAŃSKICH W POSTĘPOWANIU
UPADŁOŚCIOWYM — WYBRANE ZAGADNIENIA
AMERYKAŃSKIEGO PRAWA UPADŁOŚCIOWEGO

Celem tego artykułu jest wskazanie problemów, jakie mogą pojawić się przy stosowaniu przepisów prawa upadłościowego dotyczących zawarcia układu w upadłości. Zamierzeniem autora jest wykorzystanie doświadczeń sądów amerykańskich w kontekście problemów, jakie mogą pojawić się przed sądami polskimi.

Prawo upadłościowe jest kluczową dyscypliną prawa gospodarczego. Służy ono interesom wierzycieli — w tym przede wszystkim banków i przedsiębiorców, którzy udzielając kredytu czy stwarzając możliwość późniejszej płatności mogą oczekiwać, że w przypadku trudności finansowych dłużnika istnieje procedura, dzięki której będą w stanie odzyskać choć część swoich należności. Kredyt (w tym tzw. kredyt kupiecki) jest podstawą gospodarki wolnorynkowej. Kredyt otwiera możliwość rozpoczęcia działalności, która, jeśli przynosi oczekiwane zyski, pozwala na spłacenie zadłużenia wraz z odsetkami, a do tego powstanie nowego prężnego przedsiębiorstwa, które zatrudnia pracowników, opłaca podatki i w ten sposób jest nośnikiem rozwoju gospodarczego. Bez kredytu, tego początkowego strumienia gotówki, taka działalność prawdopodobnie nie zostanie w ogóle rozpoczęta. Nie będzie produkcji, nie powstaną miejsca pracy, nie będą płacone podatki. Brak skutecznych prawnych gwarancji choćby częściowej realizacji płatności stanowi barierę rozwoju gospodarczego. W ten sposób prawo upadłościowe służy interesom całej gospodarki. Wreszcie

* *Dr, adiunkt w Katedrze Prawa Europejskiego Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu, przewodniczący Rady Nadzorczej PKN Orlen.*

służy także interesom dłużników, gdyż stwarza możliwość zgodnej z prawem likwidacji działalności gospodarczej, która przestała przynosić dochód i prowadzi jedynie do zwiększenia strat. Pozwala to na zamknięcie nieudanego rozdziału działalności upadłego przedsiębiorcy nie wyłączając go na zawsze z życia gospodarczego¹ i nie spychając przez to do tzw. szarej strefy. Systemy upadłościowe, które — jeśli istnieją po temu ekonomiczne przesłanki — przewidują możliwość reorganizacji przedsiębiorstwa upadłego, pozwalają wierzycielom na odzyskanie choć części ich należności, a dłużnikom otwierają możliwość kontynuowania działalności gospodarczej i raz jeszcze przynoszenia dochodów z przedsiębiorstwa, które w braku istnienia takiej procedury przestałoby istnieć.

Wszystko, co można powiedzieć na temat dobrego prawa, pozostaje jedynie zapisem dobrych intencji, jeżeli prawodawstwu nie towarzyszą reformy instytucjonalne². W literaturze polskiej podkreśla się, że być może najważniejszą przyczyną „kryzysu upadłości” w Polsce jest właśnie niewydolność sądownictwa³. Te zagadnienia wymagają kompleksowych rozwiązań, obejmujących przede wszystkim politykę budżetową państwa. Nie będą one przedmiotem tego opracowania.

W ramach toczącej się w literaturze polskiej dyskusji nad kształtem reformy polskiego prawa upadłościowego sięgano do innych systemów prawnych, by tam poszukiwać wskazówek pozwalających na przeprowadzenie udanej reformy⁴. W tym miejscu chciałbym omówić jedną z kwestii pojawiających się w literaturze i orzecznictwie amerykańskiego prawa upadłościowego, które mogą stanowić inspirację do refleksji nad pożądanym kształtem stosowania prawa upadłościowego.

Amerykańskie prawo upadłościowe, podobnie jak regulacje niemieckie czy austriackie⁵, obejmuje swoim zasięgiem podmiotowym zarówno przedsiębiorców, jak

¹ Czym innym są sankcje karne, w szczególności zakaz działalności gospodarczej wynikający ze szczególnie nagannego zachowania upadłego przed lub w trakcie trwania postępowania upadłościowego.

² W. Osiatyński mówił: „Niewątpliwie sądy mają za dużo pracy. Od tej strony nie byliśmy przygotowani do gospodarki rynkowej, gdyż sprawne sądy cywilne muszą bronić podstawowej zasady — dochowywania umów. Przez dziesięć lat praktycznie nic nie zrobiono. Dziwi mnie, że liberalni przywódcy polskich reform gospodarczych nie zdają sobie sprawy, jak ważne dla reform i samego społeczeństwa jest inwestowanie w sądy. Rząd i Sejm powinny zrozumieć, że nakłady na sądownictwo są równie ważne, jak na budowę autostrad, restrukturyzację rolnictwa czy górnictwa. A nawet ważniejsze. (...) Szybko i sprawnie wydawane i egzekwowane rozstrzygnięcia w sprawach drobnych, ale powszechnych, np. w sprawach nieoddawania długów, zmniejszą liczbę spraw kierowanych do sądów. Wiadomo, że zanim się je wyprocesuje, upłynie wiele czasu. A jeśli nie będzie szans na przewlekanie sprawy — to ludzie będą płacić długi, zamiast narażać się na koszty postępowania, odsetki i kary. I liczba spraw w sądach zmniejszy się o połowę”. Zob. *Niezawisli i czysti*, Gazeta Wyborcza nr 277 z 27–28 listopada 1999 r.

³ F. Zoll sugeruje, by zastanowić się, czy wadliwe funkcjonowanie polskich procedur niewypłacalnościowych wynika z wadliwych rozwiązań przyjętych w samych tych procedurach, czy też jest rezultatem otoczenia prawnego, w którym przychodzi funkcjonować postępowaniu upadłościowemu i układowemu. Zob. F. Zoll: *Czy niemieckie prawo upadłościowe powinno być wzorem dla polskiego ustawodawcy?*, *Studia Prawnicze* 2001, z. 1, s. 64.

⁴ F. Zoll: *Czy niemieckie prawo upadłościowe..., op. cit.*, s. 45 i n.; F. Zoll: *Czy austriackie prawo dotyczące niewypłacalności może stanowić wzór dla polskiego ustawodawcy?*, *Studia Prawnicze* 2001, z. 2, s. 31 i n.; F. Zoll: *Czy szwajcarskie prawo upadłościowe powinno być wzorem dla polskiego ustawodawcy?*, *Studia Prawnicze* 2002, z. 1, s. i n.

⁵ F. Zoll: *Czy niemieckie prawo upadłościowe..., op. cit.*, s. 45 i n.; *Czy austriackie prawo..., op. cit.*, s. 31 i n.

i konsumentów⁶. Najważniejsze postanowienia postępowania w stosunku do przedsiębiorców uregulowane są w rozdziałach 7 i 11 amerykańskiego prawa upadłościowego⁷ — pierwszy poświęcony likwidacji, drugi zaś reorganizacji przedsiębiorcy⁸. Przedmiotem tego artykułu jest orzecznictwo sądów amerykańskich powstałe na tle postępowań mających na celu reorganizację upadłego przedsiębiorstwa przewidzianych w rozdziale 11 amerykańskiego prawa upadłościowego (dalej „USCS 11” lub „rozdział 11”)⁹. Celem regulacji przewidzianej w rozdziale 11 jest stworzenie warunków do reorganizacji przedsiębiorstwa, które mimo iż stało się niewypłacalne, to istnieją jednakże ekonomiczne przesłanki, że w rezultacie reorganizacji może powtórnie stać się podmiotem generującym zysk. Jak podsumowują to amerykańscy autorzy, reorganizacja przedsiębiorstwa przy pomocy rozdziału 11 doprowadzi zwykle do powstania mniejszej spółki, ze zmniejszonym ciężarem zadłużenia (i odsetek), raz jeszcze zdolnej do skoncentrowania się na tej działalności, w której osiąga sukcesy¹⁰. Rozdział 11 obejmuje niezwykle bogaty zbiór zagadnień prawnych. W tym artykule pragnąłbym skoncentrować się jedynie na wycinku tej problematyki, mianowicie na możliwości dokonywania przez sądy w ramach postępowań upadłościowych analizy finansowej. Przez analizę finansową rozumiem dokonywaną przez sędziego ocenę stanu faktycznego przy zastosowaniu instrumentarium pojęciowego i technik wypracowanych w ramach finansów przedsiębiorstw. Do analizy tej sędzia sięga najczęściej rozstrzygając spory powstające wokół zatwierdzenia przez różne grupy wierzycieli planu reorganizacji.

Przedmiotem sprawy Jones¹¹ było pytanie, czy zaspokojenie roszczeń wierzycieli przez dłużnika podlegającego reorganizacji może być realizowane w przesuniętych w czasie wypłatach gotówkowych rozpoczynających się po wejściu w życie planu reorganizacji wbrew zgodzie wierzycieli. Zaproponowany przez dłużnika plan reorganizacji ustanawia dwie odrębne grupy wierzycieli mających zabezpieczone roszczenia (grupa B–2 i B–3). Dłużnik pozostaje w zwłoce z realizacją roszczeń obu grup. Plan przewiduje zaspokojenie roszczeń obu grup, tak by nie zostały one uznane za upośledzone (*impaired*) zgodnie z treścią § 1124 (2). Zgodnie z treścią tego przepisu, pomimo zwłoki, grupa roszczeń nie jest uznawana za upośledzoną, jeżeli plan: (A) prowadzi do wykonania zobowiązania; (B) odnawia wymagalność takich roszczeń; (C) zaspokaja uprawnionego, który poniósł szkodę w rezultacie działania w prze-

⁶ P. Tereszkiewicz: *Postępowanie upadłościowe i oddłużeniowe dla konsumentów w Stanach Zjednoczonych i niektórych krajach europejskich*, cz. 1, Transformacje Prawa Prywatnego 2000, nr 1–2, s. 119–122.

⁷ 11 USCA § 1101–1174.

⁸ Na temat historycznej ewolucji amerykańskiego prawa upadłościowego i *ratio legis* uchwalenia rozdziału 11 amerykańskiego prawa upadłościowego w obecnym kształcie zob. P. Coogan: *Confirmation of a Plan under the Bankruptcy Code*, 32 The Case Western Reserve Law Review 1982, s. 301, 309–326.

⁹ 11 USCA § 1101–1174.

¹⁰ E. Warren, J.L. Westbrook: *The Law of Debtors and Creditors*, New York 2001, s. 498.

¹¹ In re Jones; 32 B.R. 951.

konaniu, że roszczenie zostanie zaspokojone w terminie; (D) nie prowadzi do innej zmiany sytuacji prawnej uprawnionego z roszczenia¹². Dłużnik planuje zaspokojenie wierzycieli w drodze miesięcznych rat gotówkowych rozpoczynających się 30 dni po wejściu w życie planu. Grupa B-2 ma otrzymać 1,436 USD w osiemnastu i pół ratach miesięcznych po 85 USD. Grupa B-3 ma otrzymać 7,000 USD w rezultacie jednej wypłaty w wysokości \$ 5500,00 w dniu wejścia w życie planu, resztę zaś w miesięcznych ratach po 50 USD. Dłużnik proponuje dodanie odsetek w wysokości 12% rocznie dla zaspokojenia roszczeń wynikających z przesunięcia terminu zapłaty świadczenia.

W czasie posiedzenia, którego przedmiotem było zatwierdzenie planu reorganizacji, sąd zakwestionował możliwość zaspokojenia roszczeń w rozumieniu § 1124 (2), jeśli ma być ono realizowane w drodze wypłat gotówkowych przesuniętych w czasie i rozpoczynających się w miesiąc po wejściu w życie planu reorganizacji, nawet jeżeli są one uzupełnione o odsetki mające odtworzyć wartość bieżącą świadczenia (*present value*) w dniu wejścia w życie planu reorganizacji. Zdaniem sędziego propozycja dłużnika, choć złożona w dobrej wierze i dopuszczalna w świetle językowej wykładni § 1124 (2), upośledza grupy B-2 i B-3.

Czytelnikowi należy się w tym momencie wyjaśnienie, co wynika z tego, iż grupa roszczeń zostanie uznana za upośledzoną? By na nie odpowiedzieć, trzeba przybliżyć zarys postępowania uregulowanego w rozdziale 11¹³. Otóż mówiąc w największym uproszczeniu, w trakcie postępowania upadłościowego dłużnik przedstawia wierzycielom plan reorganizacji przedsiębiorstwa obejmujący restrukturyzację zadłużenia. Taki plan jest amerykańskim odpowiednikiem propozycji układowych. W planie dłużnik dokonuje podziału wierzycieli na grupy obejmujące wierzytelności o podobnym charakterze — na przykład wierzytelności zabezpieczone, wierzytelności niezabezpieczone, wierzytelności uprzywilejowane itd. Wierzyciele głosują w grupach i jeżeli wszystkie grupy zaakceptują plan, wówczas — jeśli plan jest zgodny z prawem i przedstawiony w dobrej wierze — wchodzi on w życie. Jednakże jeśli któraś z grup wierzycieli zostanie uznana za upośledzoną i nie przyjmie planu, dłużnik musi zaspokoić rozbudowane wymogi przewidziane w § 1129 (b). Przepis ten przeciwstawia się przyjęciu planu upośledzającego jedną z grup, która nie zaakcep-

¹² § 1124. Impairment of claims or interests. (...) a class of claims or interests is impaired under a plan unless, with respect to each claim or interest of such class, the plan — (2) notwithstanding any contractual provision or applicable law that entitles the holder of such claim or interest to demand or receive accelerated payment of such claim or interest after the occurrence of a default — (A) cures any such default that occurred before or after the commencement of the case under this title (...); (B) reinstates the maturity of such claim or interest as such maturity existed before such default; (C) compensates the holder of such claim or interest for any damages incurred as a result of any reasonable reliance by such holder on such contractual provision or such applicable law; and (D) does not otherwise alter the legal, or contractual rights to which such claim or interest entitles the holder of such claim or interest.

¹³ Na ten temat zob. E. Warren, J.L. Westbrook: *The Law of Debtors and Creditors*, 3rd ed., Boston 1996, s. 727–732; D. Baird, T. Jackson: *Cases, Problems and Materials on Bankruptcy*, Little Brown, Boston 1985.

towała planu, chyba że „plan nie ma dyskryminacyjnego charakteru i jest zgodny z wymogami słuszności”¹⁴. Jednakże udowodnienie, że „plan nie ma dyskryminacyjnego charakteru i jest zgodny z wymogami słuszności”, jest niezwykle drogie, czasochłonne i nieprzewidywalne¹⁵. Z tego względu dłużnicy dążą raczej do przyjęcia przez sąd, iż zawarte w ich planie propozycje nie prowadzą do upośledzenia roszczeń wierzycieli. Jeżeli osiągną sukces, wówczas zgodnie z § 1126 (f) uznaje się, że grupa wierzycieli, która nie została upośledzona, przyjmuje plan. Widać więc sprzeczne interesy obu grup. Wierzyciele — dążąc do obalenia planu restrukturyzacji, na który nie wyrazili zgody — zmierzają do uznania ich roszczeń za upośledzone i zmuszenia dłużników do przeprowadzenia niezwykle trudnego dowodu, że „plan nie ma dyskryminacyjnego charakteru i jest zgodny z wymogami słuszności”. Z kolei dłużnicy dążą do uznania, że roszczenia wierzycieli nie są upośledzone i w ten sposób do efektywnego uniezależnienia przyjęcia planu od decyzji wierzycieli.

Zagadnienie prawne będące przedmiotem analizy sądu w sprawie Jones sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy § 1124 (2) wymaga, by zaspokojenie roszczeń nastąpiło w chwili wejścia w życie planu. Sąd odpowiada na to pytanie twierdząco. Po pierwsze przywołuje hipotetyczną sytuację, w której zaproponowany przez dłużnika plan przewidywałby trzydziestosześcio- lub czterdziestoośmiomiesięczny okres zaspokojenia roszczeń. Zdaniem sądu jeżeli przyjmie się samą możliwość zaspokojenia roszczeń w drodze wypłat gotówkowych przesuniętych w czasie, wówczas sąd nie miałby żadnych standardów, w świetle których mógłby dokonywać oceny doprowadzając do wydłużenia tego okresu, które zniweczyłoby cel ustawodawcy. Ponadto sąd podnosi argumenty dotyczące językowej wykładni przepisu. W ocenie sądu przewidziane w § 1124 przesłanki przyjęcia, iż plan nie prowadzi do upośledzenia grupy roszczeń, mają wyłączny charakter. W związku z tym nie jest dopuszczalne, by dłużnik proponował rozwiązanie inne niż przewidziane w tym przepisie. Zgodnie z treścią § 1124 (A) pomimo zwłoki, grupa roszczeń nie jest uznawana za poszkodowaną, jeżeli plan prowadzi do wykonania zobowiązania. Zdaniem sądu przyjęcie propozycji dłużnika prowadziłyby do niedopuszczalnego poszerzenia znaczenia pojęcia wykonania zobowiązania i wprowadzałyby niepewność. Wreszcie sąd zauważa, że propozycja dłużników otwiera spór na temat wartości przesuniętych w czasie świadczeń. Zadanie § 1124 polegające na uniemożliwieniu wierzycielom bezpodstawnego blokowania planu reorganizacji byłoby zaprzepaszczone, jeśli przepis ten wymagałby dokonywania wyceny roszczeń w celu ustalenia, czy nastąpiło upośledzenie. Dlaczego sąd tak zdecydowanie sprzeciwia się prowadzeniu sporu na temat wartości przesuniętych w czasie świadczeń?

¹⁴ „(...) the plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable”.

¹⁵ K. Klee: *All You Ever Wanted to Know About Cram Down Under the New Bankruptcy Code*, 53 *American Banking Law Journal* 1979, s. 133, 136 oraz P. Coogan, *Confirmation...*, *op. cit.*

W tym momencie dochodzimy do problematyki analizy finansowej w postępowaniu upadłościowym, czyli dokonywania przez sędziego oceny stanu faktycznego przy zastosowaniu instrumentarium pojęciowego i technik wypracowanych w ramach finansów przedsiębiorstw. Otóż punktem wyjścia tej analizy jest stwierdzenie, że „dolar dzisiaj jest wart więcej niż dolar jutro”, ponieważ dolar dzisiaj może zostać zainwestowany i zacząć natychmiast przynosić zyski¹⁶. Rezultatem przyjęcia tej podstawowej zasady finansów jest pojęcie wartości bieżącej (*present value*) określonej sumy. Wartość bieżąca określonej sumy jest iloczynem czynnika dyskonta (*discount factor*) i oczekiwanej przyszłej płatności. Czynnikiem dyskonta, zwany też kosztem kapitału, jest dzisiejszą wartością 1 złotówki, która ma być otrzymana w przyszłości. Wyraża się ją jako stosunek 1 złotówki do stopy zwrotu (*rate of return*). Stopa zwrotu zaś jest wynagrodzeniem, jakiego inwestorzy żądają w zamian za przyjęcie płatności przesuniętej w czasie¹⁷.

Przykładowo wartość bieżąca przyszłej płatności 100 zł zainwestowanych w obligacje Skarbu Państwa przynoszące rocznie odsetki w wysokości 9% — a więc stopa zwrotu (SZ) równa się 9% — wynosi 92 zł. Dochodzimy do tej sumy obliczając najpierw czynnik dyskonta (CzD): $CzD = 1/(1 + SZ)$, czyli $CzD = 1/1+0.09 = 0.92$. Następnie zaś wartość bieżącą: $WB = CzD \times 100 \text{ zł}$, czyli $WB = 0.92 \times 100 \text{ zł} = 92 \text{ zł}$. W związku z tym wartość bieżąca sumy, która zainwestowana w oprocentowane według 9% rocznej stawki obligacje Skarbu Państwa przyniesie za rok 100 zł, wynosi dzisiaj 92 zł. Pojęcia te wprowadzane są podczas pierwszych wykładów z finansów przedsiębiorstw, niemniej rzadko przedostają się do literatury prawniczej.

Kluczem do zrozumienia trudności, przed jakimi stanąłby sąd, gdyby zdecydował się jednak na prowadzenie sporu na temat wartości przesuniętych w czasie świadczeń, jest pojęcie stopy zwrotu. W podanym powyżej przykładzie przyjęliśmy stopę zwrotu jako daną. W istocie chodziło o stałe oprocentowanie roczne obligacji Skarbu Państwa. Jednakże zgodnie z przytoczoną powyżej definicją stopa zwrotu jest wynagrodzeniem, jakiego inwestorzy żądają w zamian za przyjęcie płatności przesuniętej w czasie. Trudno jednoznacznie przyjąć, że w konkretnym przypadku, w zamian za przyjęcie płatności przesuniętej w czasie, inwestorzy przyjmą stałe oprocentowanie roczne obligacji Skarbu Państwa. Wszak oprocentowanie obligacji emitowanych przez państwo uznawane jest w całym świecie za cenę pieniądza, którego zainwestowanie nie wiąże się z żadnym ryzykiem¹⁸. W omawianym kontekście wie-

¹⁶ R. Brealey, S. Myers: *The Principles of Corporate Finance*, 6. wyd., New York 2001, s. 16.

¹⁷ *Ibidem*, s. 16.

¹⁸ Oczywiście pomijam tu problematykę zadłużenia zagranicznego i obligacji państw-dłużników. Na ten temat zob. H. Scott, P. Wellons: *International Finance. Transactions, Policy and Regulation*, 8th Ed., New York 2002, s. 1265–1312 oraz L. Buchheit: *Debt restructuring—speak*, *International Financial Law Review* 1991, s. 10; L. Buchheit: *Cross-Border Lending: What's Different This Time?*, *Northwestern Journal of International Law and Business* 1995, s. 44–56; L. Buchheit: *Sovereign Debtors and Their Bondholders*, UNITAR Training Programmes on Foreign Economic Relations 2000, Document No 1, s. 3–24.

rzycielami dłużnika proponującego reorganizację przedsiębiorstwa są inni przedsiębiorcy. Trudno, by przyjmowali oni w zamian za przyjęcie płatności przesuniętej w czasie cenę pieniądza, którego zainwestowanie nie wiąże się z żadnym ryzykiem. Przedsiębiorcy gotowi są podejmować przedsięwzięcia wiążące się z ryzykiem, ale w zamian oczekują odpowiednio większego zwrotu. Trudno przyjąć, by wierzyciele dłużnika proponującego reorganizację upadającego przedsiębiorstwa inwestowali swój kapitał w obligacje. Najprawdopodobniej sumy te inwestowaliby w prowadzenie swojego przedsiębiorstwa, które z założenia musi przynosić większy zysk niż oferowany przez emitenta obligacji państwowych — inaczej bowiem korzystniej byłoby pieniądze przeznaczone na rozwinięcie przedsiębiorstwa ulokować w obligacjach¹⁹. W jaki sposób jednak ustalić stopę zwrotu, jaką inwestorzy zgodziliby się zaakceptować? Czy jest to zadanie dla sądu? W prawnie-ekonomicznej literaturze poświęconej problematyce upadłości podkreśla się, że nie jest możliwe dokonanie obiektywnej i niepodlegającej dyskusji wyceny wartości przedsiębiorstwa po zakończeniu procesu reorganizacji²⁰. Wydaje się, że analogicznie należy traktować problematykę wyceny stopy zwrotu.

Pytanie to może okazać się aktualne również na tle polskiego prawa upadłościowego. Zgodnie bowiem z treścią art. 285 ust. 2 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. — Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz.U. Nr 60, poz. 535 ze zm., zwanej dalej „prawem upadłościowym”) mimo niezyskania niezbędnej większości, chociażby co do jednej z list wierzycieli, układ zostaje przyjęty, jeżeli większość wierzycieli z każdej z pozostałych list wyraziła zgodę na przyjęcie układu, a wierzyciele z tej listy, którzy wypowiedzieli się przeciwko przyjęciu układu, zostaną zaspokojeni na podstawie układu w stopniu nie mniej korzystnym niż w przypadku przeprowadzenia postępowania upadłościowego obejmującego likwidację majątku upadłego. Zaspokojenie na podstawie układu wierzycieli niewyrażających zgody na układ w stopniu nie mniej korzystnym niż w przypadku likwidacji jest okolicznością faktyczną podlegającą stwierdzeniu przez sąd. Podstawowym kryterium ocennym jest korzyść majątkowa wierzycieli niewyrażających zgody na układ. Mówiąc w największym uproszczeniu zadanie sądu polega na udzieleniu odpowiedzi na pytanie — czy wierzyciele więcej dostaną z likwidacji majątku czy z układu. Nawiązując jednak do omawianych wcześniej problemów z orzecznictwa amerykańskiego pojawia się w tym momencie kwestia określenia wartości pieniądza w czasie. Wracając do zasygnalizowanego dylematu pojawia się pytanie: czy złotówka z w miarę sprawnie przeprowadzonej likwidacji równa się złotówce za rok lub dwa według postanowień układu? Truizmem jest odpowiedź negatywna na to pytanie. Ale by dokładnie określić, na ile

¹⁹ Tak przynajmniej wynika z założeń finansów przedsiębiorstw. Każda inwestycja, której wartość bieżąca jest mniejsza lub równa kosztowi kapitału, jest inwestycją złą, której należałoby poniechać. R. Brealey, S. Myers: *The Principles of Corporate Finance*, 6. wyd., New York 2001, s. 21–29.

²⁰ Zob. L. Bebchuk: *A New Approach to Corporate Reorganizations*, 101 Harvard Law Review 1988, s. 775.

mniej warta jest taka odroczone płatność, sąd musiałby podjąć próbę oceny wartości pieniądza w czasie. W ten sposób również w polskim prawie upadłościowym może pojawić się problem dokonania analizy finansowej z wszelkimi zasygnalizowanymi trudnościami, jakie się z tym mogą wiązać.

Podsumowując należy podkreślić, że to, o czym pisałem, nie oznacza oczywiście, iż w postępowaniu upadłościowym dłużnik nie może zaproponować odroczonej wypłaty. Nie jest tak w amerykańskim postępowaniu upadłościowym, zaś polskie prawo upadłościowe stanowi *expressis verbis* w art. 270 ust. 1, że propozycje restrukturyzacji mogą obejmować w szczególności odroczenie wykonania zobowiązań lub rozłożenie spłaty długów na raty. Jeśli wierzyciele zaakceptują takie propozycje, to plan wchodzi w życie. Problemem jest jednak przyjęcie planu wbrew woli dłużników, z powołaniem się na to, iż „zaspokojenie na podstawie układu wierzycieli niewyrażających zgody na układ w stopniu jest nie mniej korzystne niż w przypadku likwidacji” lub że „zawarte w planie reorganizacji propozycje nie prowadzą do upośledzenia roszczeń wierzycieli”. To w tych — obecnych zarówno w prawie polskim, jak i amerykańskim — ustawowych przesłankach pozwalających na zignorowanie woli jednej z grup wierzycieli tkwi problem, którego rozwiązanie musi obejmować wyraźne ustosunkowanie się sądu do kwestii analizy finansowej.