

KLAUZULA *LIQUIDATION PREFERENCE* W ŚWIECLE SWOBODY UMÓW ORAZ WYBRANYCH INSTYTUCJI PRAWA HANDLOWEGO

SZYMON BALCAREK*

DOI: 10.26399/iusnovum.v16.1.2022.3/s.balcarek

WPROWADZENIE

W niniejszym artykule zostanie zdefiniowane pojęcie klauzuli *liquidation preference* oraz wyróżni się jej rodzaje z uwagi na zakres przyznanych przywilejów. Omówione zostanie jej zastosowanie w świetle zasady swobody umów oraz niektórych instytucji prawa handlowego. Szczególną uwagę poświęci się zagadnieniu zgodności klauzuli z zasadami współżycia społecznego, omawiając sprawę zawisłą przed Sądem Kanclerskim w Delaware, w której uznano, że przyznanie całości świadczeń tylko wspólnikom uprzywilejowanym, korzystającym z klauzuli *liquidation preference*, jest zgodne z prawem.

Autor przyrzy się także instytucjom uprzywilejowania udziałów/akcji oraz przyznania uprawnień osobistych niektórym wspólnikom spółki kapitałowej i wskaże, która z tych instytucji w lepszy sposób realizuje cel klauzuli *liquidation preference*. Dokona też omówienia instytucji uprzywilejowania w zakresie prawa do uczestnictwa w majątku likwidowanej spółki w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, spółce akcyjnej oraz prostej spółce akcyjnej.

POJĘCIE KLAUZULI *LIQUIDATION PREFERENCE*

Klauzula *liquidation preference* jest narzędziem, które umożliwia korzystniejsze traktowanie niektórych wspólników¹ w przypadku wystąpienia zdarzenia likwidacyj-

* mgr, aplikant radcowski w Okręgowej Izbie Radców Prawnych w Krakowie, e-mail: szbal@interia.pl, ORCID: 0000-0001-9947-828X

¹ W niniejszym artykule przy definiowaniu pojęcia klauzuli *liquidation preference* i jej rodzajów autor posługuje się pojęciem wspólnik w szerokim znaczeniu, przez co rozumie

nego (*liquidation event*)². Zgodnie z przyjmowaną przez H. de Vries, M. van Loon i S. Mol definicją klauzula *liquidation preference* określa, jaką część wpływów mogą otrzymać niektórzy wspólnicy, zanim jakiegokolwiek wpływy zostaną wypłacone pozostałym wspólnikom w razie wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego³. Z kolei M. Ramsinghani definiuje klauzulę *liquidation preference* jako prawo do otrzymania zwrotu przed zwykłymi (nieuprzywilejowanymi) wspólnikami, które wchodzi w grę w momencie upłynnienia aktywów spółki⁴. Biorąc pod uwagę te definicje, należy wskazać, że klauzula *liquidation preference* uprawnia niektórych wspólników spółki do zaspokojenia swoich roszczeń w określonej wysokości przed pozostałymi wspólnikami w razie wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego.

W użytej definicji istotne znaczenie ma pojęcie zdarzenia likwidacyjnego⁵. Jest to określone przez strony zdarzenie, które powoduje aktywację klauzuli *liquidation preference*, a więc uprawnia uprzywilejowanych wspólników do otrzymania określonej w umowie części wpływów ze zdarzenia likwidacyjnego na preferencyjnych warunkach. Zdarzenie likwidacyjne zasadniczo odnosi się do sytuacji likwidacji spółki. Celem zastosowania klauzuli *liquidation preference* jest przede wszystkim ochrona określonych wspólników, którzy otrzymają prawo do określonego udziału w majątku likwidacyjnym z pierwszeństwem zaspokojenia

zarówno wspólnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, jak i akcjonariusza spółki akcyjnej oraz prostej spółki akcyjnej. Użycie ogólnego pojęcia wspólnik uzasadnione jest z dwóch powodów. Po pierwsze, zdefiniowanie pojęcia klauzuli *liquidation preference* zostało dokonane na podstawie źródeł anglojęzycznych, w których występuje ogólne pojęcie „shareholder”, oznaczające wspólnika/udziałowca spółki kapitałowej, które w polskich realiach prawnych odnosi się do wspólników spółki z o.o. i do akcjonariuszy spółki akcyjnej oraz prostej spółki akcyjnej. Po drugie, jest to uzasadnione uzyskaniem przejrzystości redakcyjnej artykułu.

² A. Wilmerding, *Term Sheets & Valuations. An Inside Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations*, New York, 2003, s. 42.

³ H. de Vries, M. van Loon, S. Mol, *Venture Capital Deal Terms: A Guide to Negotiating and Structuring Venture Capital Transactions*, Utrecht, 2016, s. 84.

⁴ M. Ramsinghani, *The Business of Venture Capital. Insights from Leading Practitioners on the Art. Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, Hoboken, New Jersey, 2014, s. 273.

⁵ W literaturze czasem spotkać się można także z określeniem *liquidity event*. Pomimo że terminy te odnoszą się do tej samej instytucji, ich znaczenie jest jednak różne. Termin *liquidation* oznacza „proces zamykania firmy, sprzedawania tego, co posiada i spłacania długów”, a więc likwidację (Oxford Learner’s Dictionary, <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/liquidation?q=liquidation>, dostęp: 10.03.2022), natomiast pojęcie *liquidity* to „stan posiadania rzeczy wartościowych, które mogą być łatwo wymienione na gotówkę”, a więc płynność. W wypadku wąskiego rozumienia tego pojęcia, gdy odnosi się ono jedynie do sytuacji związanych z niepowodzeniem przedsięwzięcia (takich jak likwidacja czy upadłość spółki), trafniejszy wydaje się termin zdarzenie likwidacyjne (*liquidation event*). W szerokim rozumieniu tego pojęcia i przyjęciu, że dotyczy ono także zdarzeń niezwiązanych z niepowodzeniem przedsięwzięcia (np. sprzedaż udziałów, przejęcie, zmiana osób posiadających kontrolę w spółce), lepszym terminem wydaje się *liquidity event*, które na język polski można by przetłumaczyć jako „zdarzenie płynnościowe”. Jednak w praktyce język stosowany w umowach sektora venture capital posługuje się pojęciem *liquidation event* na określenie szerokiego grona zdarzeń – zarówno tych związanych z niepowodzeniem przedsięwzięcia, jak odnoszących się także do innych okoliczności. Zob. B. Feld, J. Mendelson, *Venture Deals. Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*, Hoboken, New Jersey, 2016, s. 47.

przed pozostałymi współnikami. W praktyce obrotu prawnego współnicy, na rzecz których zastrzeżono *liquidation preference*, to inwestorzy, którzy wnosząc wkłady na pokrycie udziałów lub odpłatnie nabywając udziały w spółce, chcą zagwarantować sobie określoną stopę zwrotu z inwestycji.

Zazwyczaj jednak zdarzenie likwidacyjne zostaje rozszerzone przez strony umowy także na okoliczności, które nie są związane z zakończeniem działalności przez spółkę⁶. Takie okoliczności czasem określane są terminem *deemed liquidation*⁷. Katalog zdarzeń likwidacyjnych w zależności od woli stron może obejmować w szczególności sprzedaż udziałów, fuzje, przejęcia czy inne sytuacje powodujące utratę kontroli nad spółką⁸ (np. zaspokojenie swoich roszczeń przez zastawnika z zastawionych udziałów, umorzenie udziałów, utratę pakietu kontrolnego udziałów). Klauzula *liquidation preference* przewiduje zazwyczaj prawo do pobrania określonej sumy pieniężnej, należne niektórym współnikom w sytuacji zaistnienia zdarzenia likwidacyjnego, niezależnie od faktycznie uiszczonyj ceny sprzedaży czy przejęcia. W ten sposób zabezpiecza ich na wypadek sprzedaży spółki po zaniżonej cenie i zapewnia zwrot zainwestowanej kwoty lub jej wielokrotności.

Sporne jest natomiast, czy zdarzeniem likwidacyjnym może być wprowadzenie akcji spółki do obrotu w trybie pierwszej oferty publicznej (*initial public offering*, IPO). Zasadniczo wskazuje się, że pierwsza oferta publiczna jest rundą inwestycyjną polegającą na emisji przez spółkę nowych akcji i prowadzi do zwiększenia majątku spółki – nie jest zdarzeniem powodującym powstanie wpływów do podziału pomiędzy współników. W związku z tym z celu i istoty instytucji pierwszej oferty publicznej wynika, że nie może ona zostać uznana za zdarzenie likwidacyjne⁹.

Można więc wskazać, że *liquidation preference* to klauzula zapewniająca uprzywilejowanym współnikom uprawnienia do uzyskania określonej kwoty pieniężnej zanim inni nieuprzywilejowani współnicy otrzymają jakiegokolwiek świadczenia. Istotą klauzuli *liquidation preference* jest zabezpieczenie uprzywilejowanych współników w sytuacji wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego. Wspólnicy ci zainwestowali środki pieniężne w przedsięwzięcie, wnosząc określony wkład do spółki, oczekują zatem określonego zwrotu z inwestycji. Skorzystanie z klauzuli *liquidation preference* ma na celu odzyskanie części bądź całości zainwestowanych środków albo uzyskanie kwoty wyższej niż zainwestowana. Klauzula ta stanowi zazwyczaj uprawnienie, a nie obowiązek współnika, w związku z czym może on zrezygnować z tego uprawnienia w sytuacji, gdy podział zysku na zasadach ogólnych będzie dla niego korzystniejszy.

⁶ H. de Vries, M. van Loon, S. Mol, *Venture Capital Deal Terms: A Guide to Negotiating and Structuring Venture Capital Transactions.....*, op. cit., rozdz. 4.16.

⁷ Słowo *deemed* oznacza „mieć określoną opinię o kimś/ o czymś (Oxford Learner's Dictionary, <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/deem?q=deemed>, dostęp: 10.03.2022), termin *deemed liquidation* można zatem przetłumaczyć jako „zdarzenia, które strony uznają za likwidację” albo jako „domniemaną likwidację”.

⁸ B. Feld, J. Mendelson, *Venture Deals. Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist...*, op. cit., s. 47.

⁹ Tak: ibidem, s. 48; H. de Vries, M. van Loon, S. Mol, *Venture Capital Deal Terms: A Guide to Negotiating and Structuring Venture Capital Transactions*, op. cit., rozdz. 4.16.

RODZAJE KLAUZULI LIQUIDATION PREFERENCE

W obrocie prawnym można wyróżnić trzy podstawowe rodzaje klauzuli *liquidation preference*:

- 1) klauzula nieuczestnicząca (*non-participating liquidation preference*);
- 2) klauzula uczestnicząca (*participating liquidation preference*);
- 3) klauzula uczestnicząca ograniczona¹⁰ (*capped participating liquidation preference*)¹¹.

KLAUZULA NIEUCZESTNICZĄCA

Klauzula nieuczestnicząca (zwana także prostą – *simple liquidation preference*) uprawnia niektórych wspólników do uzyskania jedynie określonej kwoty pieniężnej w przypadku wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego, nie uprawnia ich jednak do uczestnictwa w podziale kwoty pozostałej po spłacie uprzywilejowanych wspólników. Pozostała kwota przypada wspólnikom nieuprzywilejowanym według ich udziałów, chyba że umowa spółki stanowi inaczej¹².

Jeśli klauzula nieuczestnicząca zawiera mnożnik 1x, oznacza to, że uprzywilejowanym wspólnikom przysługuje kwota w wysokości równej kwoty zapłaconej przez nich za wniesione lub nabyte udziały. Niekiedy klauzula ta zawiera wyższy mnożnik (np. 2x, 3x), oznaczający, że określonym wspólnikom przysługuje wielokrotność tej kwoty. Kwota należna wspólnikom czasem zostaje także umownie powiększona o ogłoszone, lecz niewypłacone dywidendy.

Ilustrując powyższe na przykładzie, załóżmy, że spółka akcyjna posiada 50% akcji uprzywilejowanych i 50% akcji zwykłych. Wszystkie akcje uprzywilejowane są w posiadaniu tego samego akcjonariusza, które nabył je za kwotę 500 tys. zł. Jest on uprawniony na podstawie klauzuli nieuczestniczącej *liquidation preference* z mnożnikiem 2x do otrzymania 1 mln zł w przypadku wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego. W wyniku wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego 100% udziałów w spółce zostało sprzedanych za kwotę 1,5 mln zł. Korzystając z klauzuli *liquidation preference*, akcjonariusz uprzywilejowany ma prawo do uzyskania kwoty 1 mln zł. Pozostałe 500 tys. zł zostanie podzielone pomiędzy akcjonariuszy nieuprzywilejowanych, zgodnie z liczbą posiadanych przez nich udziałów, bowiem akcjonariusz uprzywilejowany, zgodnie z klauzulą, nie ma prawa do uczestniczenia w pozostałej części zysków ze sprzedaży. Gdyby akcjonariusz uprzywilejowany nie skorzystał z klauzuli *liquidation preference*, miałby prawo do otrzymania jedynie połowy kwoty uzyskanej w związku ze sprzedażą udziałów, czyli 750 tys. zł, bowiem posiada on 50% akcji w spółce. Gdyby natomiast 100% akcji zostało sprzedanych jedynie za 1 mln zł, to wówczas, zgodnie z klauzulą *liquidation preference*, cała kwota

¹⁰ Pojęcie „capped” oznacza „ograniczenie kwoty pieniędzy, która może być pobrana za coś lub wydana na coś” (Oxford Learner’s Dictionary, https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/cap_2?q=capped, dostęp: 10.03.2022).

¹¹ H. de Vries, M. van Loon, S., *Venture Capital Deal Terms: A Guide to Negotiating and Structuring Venture Capital Transactions...*, op. cit., rozdz. 4.16.

¹² Ibidem.

przypadłaby akcjonariuszowi uprzywilejowanemu, a pozostali akcjonariusze nie otrzymaliby żadnego świadczenia¹³.

KLAUZULA UCZESTNICZĄCA

Klauzula uczestnicząca uprawnia wspólników uprzywilejowanych do otrzymania w pierwszej kolejności określonej kwoty pieniężnej, zazwyczaj równej cenie zapłaconej za wniesione lub nabyte udziały przed pozostałymi wspólnikami, a ponadto do uczestniczenia w podziale kwoty pozostałej po spłacie, według ilości udziałów lub w uprzywilejowanym w stosunku do pozostałych wspólników zakresie. Ta cecha podwójnej spłaty jest często określana jako *double dip*¹⁴.

Odnieśmy się do przykładu z poprzedniego podrozdziału. Załóżmy, że klauzula uczestnicząca dla akcjonariusza uprzywilejowanego wynosi 500 tys. zł oraz że zawiera prawo do udziału w pozostałej kwocie w wysokości 50%. W wypadku sprzedaży 100% akcji w spółce za kwotę 1,5 mln zł akcjonariusz uprzywilejowany otrzyma w pierwszej kolejności 500 tys. zł, a następnie 50% z pozostałej kwoty 1 mln zł, czyli kolejne 500 tys. zł. Takie określenie praw akcjonariusza uprzywilejowanego może być dla niego korzystniejsze, zwłaszcza w przypadku dużego wzrostu wartości akcji spółki i uzyskania wysokiej ceny sprzedaży.

KLAUZULA UCZESTNICZĄCA OGRANICZONA

Klauzula uczestnicząca ograniczona, podobnie jak klauzula uczestnicząca, uprawnia wspólnika uprzywilejowanego do otrzymania określonej kwoty pieniężnej przed pozostałymi wspólnikami oraz do uczestnictwa w kwocie pozostałej do podziału. Zakłada ona jednak określoną górną granicę całkowitej kwoty, jaką wspólnik uprzywilejowany ma prawo uzyskać w związku z wystąpieniem zdarzenia likwidacyjnego.

Wracając do przywołanego przykładu, załóżmy, że akcjonariusz uprzywilejowany zgodnie z klauzulą *liquidation preference* ma prawo do uzyskania kwoty 500 tys. zł przed pozostałymi wspólnikami oraz prawo do udziału w pozostałej kwocie w wysokości 50%, jednak całkowita kwota przypadająca akcjonariuszowi uprzywilejowanemu nie może przekroczyć 1 mln zł. W sytuacji sprzedaży 100% udziałów w spółce za kwotę 3 mln zł, aktywując klauzulę *liquidation preference*, akcjonariusz uprzywilejowany otrzyma w pierwszej kolejności 500 tys. zł oraz 50% z pozostałej kwoty, z zastrzeżeniem jednak, że cała otrzymana przez niego kwota nie przekroczy 1 mln zł. Łącznie po aktywacji klauzuli akcjonariusz uprzywilejowany otrzyma zatem 1 mln zł. W razie rezygnacji ze skorzystania z uprawnień

¹³ Kwestia zgodności z zasadami współżycia społecznego takiego postanowienia umownego została omówiona szerzej w podrozdziale: *Liquidation preference a swoboda umów*.

¹⁴ H. de Vries, M. van Loon, S. Mol, *Venture Capital Deal Terms: A Guide to Negotiating and Structuring Venture Capital Transactions...*, op. cit., rozdz. 4.16.

nia *liquidation preference* akcjonariusz ten, zgodnie z zasadami ogólnymi, otrzyma 50% kwoty uzyskanej ze sprzedaży udziałów, a więc 1,5 mln zł. Wówczas bardziej korzystne dla niego będzie nieskorzystanie z klauzuli *liquidation preference*.

LIQUIDATION PREFERENCE A SWOBODA UMÓW

Instytucja *liquidation preference* nie została uregulowana w Kodeksie cywilnym¹⁵. Wobec powyższego w celu ustalenia jej dopuszczalności i wykładni znajdują zastosowanie przepisy ogólne Kodeksu cywilnego. Szczególnie istotne znaczenie będzie miała tutaj zasada swobody umów (art. 353¹ k.c.) oraz zasady wykładni oświadczeń woli (art. 65 k.c.).

Zgodnie z zasadą swobody umów strony zawierające umowę mogą ułożyć stosunek prawny według swego uznania, jednak jego treść lub cel nie mogą sprzeciwiać się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego. W orzecznictwie podkreśla się, że zasada swobody stron nie jest absolutna i podlega ograniczeniom¹⁶. Rozpatrując klauzulę *liquidation preference* w świetle zgodności z zasadami współżycia społecznego, należy wskazać, że do naruszenia tych zasad mogłoby hipotetycznie dojść w szczególności w sytuacji, gdy aktywacja klauzuli powodowałaby przyznanie całego świadczenia wspólnikom uprzywilejowanym, przy braku jakiegokolwiek zapłaty pozostałym wspólnikom.

W tym miejscu warto przeanalizować poglądy doktryny na gruncie dopuszczalności umownego wyłączenia niektórych wspólników od udziału majątku likwidacyjnego. Podział majątku likwidacyjnego stanowi zasadniczo jedno ze zdarzeń likwidacyjnych. Za dopuszczalnością takiego wyłączenia wypowiadają się J.P. Naworski¹⁷ oraz M. Rodzynkiewicz. Ten ostatni wskazuje, że co do zasady takie postanowienie jest dopuszczalne, jednak każdy przypadek należy rozważać *ad causam* w świetle art. 353¹ k.c.¹⁸ Stanowisko przeciwne możliwości całkowitego wyłączenia jednego lub kilku ze wspólników od udziału w sumie likwidacyjnej wyrażają A. Terc¹⁹, a także M. Michalski²⁰, który uznaje, że wyłączenie niektórych wspólników od udziału w sumie likwidacyjnej jest niedopuszczalne w świetle zasady równości wspólników/akcjonariuszy określonej w art. 20 Kodeksu spółek handlowych²¹.

¹⁵ Ustawa z 24.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.), dalej jako: k.c.

¹⁶ Wyrok SA w Krakowie, z 22.04.2021 r., IAGa 100/20, LEX nr 3210514; wyrok SN z 16.06.2020 r., I UK 217/19, LEX nr 3157562.

¹⁷ J.P. Naworski, w: R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł III. Spółki kapitałowe. Dział I. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*, Warszawa 2011, art. 286, Nb 8.

¹⁸ M. Rodzynkiewicz, w: A. Opalski (red.), *Kodeks spółek handlowych, Tom IIB. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Komentarz. Art. 227–300*, Warszawa 2018, Art. 286, Nb 9.

¹⁹ A. Terc, w: Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 286, Nb 10.

²⁰ M. Michalski, w: S. Sołtysiński (red.), *System Praw Prywatnego, T. 17A. Prawo spółek kapitałowych*, Warszawa 2015, s. 635.

²¹ Ustawa z 15.09.2000 r. (Dz.U. z 2020 r., poz. 1526 ze zm.), dalej jako: k.s.h.

W tym kontekście interesująco prezentuje się orzeczenie amerykańskiego Sądu Kanclerskiego w Delaware w sprawie *In Re Trados Inc*²². Spór w opisywanej sprawie powstał w związku z transakcją sprzedaży spółki Trados Inc. z siedzibą w Delaware, w wyniku której uprzywilejowani akcjonariusze otrzymali zyski ze swoich inwestycji (ale mniejsze niż ich całkowita kwota wynikająca z aktywacji klauzuli *liquidation preference*), natomiast akcjonariusze nieuprzywilejowani nie otrzymali żadnej zapłaty. Sąd zastosował w sprawie tzw. standard całkowitej uczciwości transakcji (*entire fairness standard*), wymagający ustalenia przez sąd, czy transakcja jest całkowicie uczciwa wobec akcjonariuszy spółki. Ciężar udowodnienia, że kwestionowana transakcja jest w pełni uczciwa, spoczywa na właściwych dyrektorach lub udziałowcach, którzy posiadają dostęp do informacji poufnych dotyczących przeprowadzonej transakcji. Na tych osobach spoczywa ciężar dowodu, że transakcja została zatwierdzona przez specjalną komisję złożoną z niezależnych dyrektorów lub w wyniku świadomego głosowania większości niezainteresowanych akcjonariuszy. Gdy osoby te nie wykażą wskazanej okoliczności, sąd stosuje tzw. test uczciwości, który bada, czy wszystkie aspekty transakcji zapewniają jej uczciwość, w szczególności czy cały proces transakcji (np. inicjatywa w przeprowadzeniu transakcji, proces negocjacji, procedura zatwierdzenia przez radę nadzorczą lub walne zgromadzenie) oraz uiszczona cena mogą zostać uznane za uczciwe. Zgodnie z zasadą całkowitej uczciwości transakcji nawet szczerze przekonanie osób decyzyjnych w spółce, że transakcja była całkowicie uczciwa, nie wystarczy, konieczne jest bowiem ustalenie obiektywnej uczciwości takiej transakcji²³. W realiach rozpatrywanej sprawy sąd uznał, że dopuszczalna jest sytuacja, w wyniku której ziszczenia się zdarzenia likwidacyjnego zwykli akcjonariusze nie otrzymają żadnego wynagrodzenia za akcje, gdy całość przeprowadzonej transakcji spełnia test uczciwości. Pozwani dyrektorzy spółki wykazali bowiem, że przed sprzedażą spółka znajdowała się w tak złej kondycji finansowej, że akcje nieuprzywilejowane nie przedstawiały żadnej wartości ekonomicznej. Wobec tego akcjonariusze nieuprzywilejowani nie byli uprawnieni do otrzymania jakiegokolwiek zapłaty w związku z aktywacją klauzuli *liquidation preference* przez akcjonariuszy uprzywilejowanych²⁴.

W ocenie autora należy przyjąć, że takie skonstruowanie klauzuli *liquidation preference*, której aktywacja przez wspólników uprzywilejowanych powoduje przyznanie tym wspólnikom całości świadczenia powstałego w wyniku zdarzenia likwidacyjnego, jest co do zasady dopuszczalne. Nie można bowiem *a priori* przyjąć, że taka klauzula zawsze jest sprzeczna z zasadami współżycia społecznego. Można sobie wyobrazić sytuację, w której przedsięwzięcie rozwija się gorzej, niż zakładano, z przyczyn leżących po stronie wspólników nieuprzywilejowanych, w związku z czym nie uda się uzyskać ceny sprzedaży spółki wyższej niż kwota przeznaczona dla wspólników uprzywilejowanych wskazana w klauzuli *liquidation*

²² *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, Consol. C.A. No. 1512-VCL, mem. op. (Del. Ch. Aug. 16, 2013).

²³ *Ibidem*, s. 25.

²⁴ *Ibidem*, s. 58.

preference. Zdaniem autora, trudno byłoby wówczas mówić o naruszeniu zasad współzycia społecznego przez wspólnika uprzywilejowanego. Co więcej, uznanie takiej klauzuli za nieważną byłoby sprzeczne z jej celem, który polega na tym, że wspólnik, który ryzykuje swój kapitał, inwestując w spółkę, powinien uzyskać przynajmniej zwrot zainwestowanej kwoty, niezależnie od ceny uzyskanej przy wystąpieniu zdarzenia likwidacyjnego. W związku z tym badanie zgodności klauzuli z art. 353¹k.c., zwłaszcza z zasadami współzycia społecznego, powinno odbywać się z uwzględnieniem okoliczności danej sprawy. Pewnych wskazówek interpretacyjnych mogłoby dostarczać orzeczenie Sądu Kanclerskiego w Delaware, w którym zastosowano instytucję podobną do polskich zasad współzycia społecznego – standard uczciwości całej transakcji (*entire fairness standard*²⁵). Standard ten stanowi *de facto* dyrektywę dla sądu do badania wszystkich okoliczności danej sprawy i w świetle tych okoliczności dokonania oceny, czy dane postępowanie było uczciwe (w polskich realiach – zgodne z zasadami współzycia społecznego).

Według autora w obrocie prawnym będą także zachodzić przypadki, w których klauzula *liquidation preference* może zostać uznana za sprzeczną z zasadami współzycia społecznego. Istotne znaczenie ma z całą pewnością ustalenie, czy strona uprawniona do *liquidation preference* posiada silniejszą pozycję od pozostałych stron umowy. Taka sytuacja może mieć miejsce zwłaszcza wtedy, gdy duże fundusze inwestycyjne dokonują inwestycji w niewielkie przedsięwzięcia znajdujące się na wczesnej fazie rozwoju (np. start-upy). Wykorzystując silniejszą pozycję, fundusz może wymusić takie skonstruowanie klauzuli *liquidation preference*, które będzie ewidentnie krzywdzące dla właścicieli start-upu. Jak wskazuje się w orzecznictwie sądowym, umowa naruszająca zasady uczciwego obrotu oraz lojalności wobec kontrahenta może zostać uznana za sprzeczną z zasadami współzycia społecznego, zwłaszcza w sytuacji, gdy „do ukształtowania stosunków umownych w sposób wyraźnie krzywdzący dla jednej ze stron doszło przy świadomym lub tylko spowodowanym niedbalstwem wykorzystaniu przez drugą stronę swojej silniejszej pozycji, przy znacznej intensywności pokrzywdzenia drugiej strony²⁶”.

KLAUZULA *LIQUIDATION PREFERENCE* A INSTYTUCJE PRAWA HANDLOWEGO

Klauzula *liquidation preference* standardowo zamieszczana jest w umowie inwestycyjnej. Niekiedy również umieszcza się ją w umowie bądź statucie spółki. Może to być podyktowane zamiarem mocniejszej ochrony wspólnika poprzez wpisanie preferencyjnych zasad zaspokojenia także w samej umowie spółki, a niekiedy

²⁵ Instytucje te nie są tożsame, bowiem zasady współzycia społecznego mogą obejmować szerszą gamę zachowań niż zasady uczciwości obrotu i słuszności kontraktowej, np. reguły dotyczące wolności działalności gospodarczej, ochronę dobra rodziny rodzina i dobra dziecka, wolną konkurencję itp. Jednak zasady wynikające z *entire fairness standard* stanowią z całą pewnością istotną składową zasad współzycia społecznego.

²⁶ Wyrok SA w Szczecinie z 12.11.2020 r., I ACa 181/20, LEX nr 3147202.

Kodeks spółek handlowych wymaga dla swej skuteczności zamieszczenia takich postanowień w umowie bądź statucie spółki²⁷.

Klauzula *liquidation preference* nie jest instytucją jednolitą i odnosi się do co najmniej kilku odmiennych instytucji prawa handlowego, uregulowanych w Kodeksie spółek handlowych, wśród których można wymienić w szczególności:

- 1) udziały/akcje uprzywilejowane (art. 174, art. 300²⁵, art. 351 k.s.h.);
- 2) uprawnienia osobiste (art. 159, art. 300²⁸, art. 354 k.s.h.);
- 3) podział pomiędzy wspólników/akcjonariuszy majątku pozostałego po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wierzycieli w postępowaniu likwidacyjnym z zastosowaniem uprzywilejowania niektórych wspólników co do udziału w majątku likwidacyjnym (art. 286, art. 300¹²¹, art. 474 k.s.h.).

UDZIAŁY I AKCJE UPRZYWILEJOWANE

W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością Kodeks spółek handlowych wprowadza zasadę równych praw i obowiązków wspólników, chyba że umowa spółki stanowi inaczej (art. 174 § 1 k.s.h.). Dopuszczalne jest jednak wprowadzenie udziałów uprzywilejowanych, z którymi wiążą się szczególne uprawnienia. Uprawnienia te powinny zostać nie tylko wskazane, ale także opisane w umowie spółki²⁸. Z uwagi na wskazanie przez ustawodawcę tylko przykładowego zakresu uprzywilejowania udziałów (w zakresie prawa głosu, prawa do dywidendy lub sposobu uczestniczenia w podziale majątku w przypadku likwidacji spółki), na co wskazuje zwrot „w szczególności”, dopuszczalne jest także uprzywilejowanie w zakresie innym niż wskazany w art. 174 § 3 k.s.h.

Ustawodawca dopuścił także emitowanie akcji uprzywilejowanych w spółce akcyjnej (art. 351 k.s.h.) oraz w prostej spółce akcyjnej (art. 300²⁵ k.s.h.), wskazując przykładowy zakres uprzywilejowania w sposób tożsamy, jak uczynił to w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. W doktrynie wskazuje się, że uprzywilejowanie nie może mieć charakteru nieograniczonego, a jego granice określają zgodność z przepisami prawa, naturą prawną spółki i dobrymi obyczajami (art. 353¹ k.c. w zw. z art. 2 k.s.h.)²⁹.

UPRAWNIENIA OSOBISTE (INDYWIDUALNE)

Kodeks spółek handlowych przewiduje także możliwość przyznania wybranym akcjonariuszom spółki akcyjnej uprawnień osobistych (art. 354 k.s.h.). Uprawnienia te mogą zostać przyznane tylko w statucie i co do zasady wygasają najpóźniej

²⁷ Przykładem takiego postanowienia jest art. 159 k.s.h., który stanowi, że przyznanie wspólnikowi szczególnych korzyści wymaga pod rygorem bezskuteczności wobec spółki dokładnego określenia ich w umowie spółki.

²⁸ M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2018, art. 174, Nb 4.

²⁹ Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 174, Nb 15.

z dniem, w którym uprawniony przestaje być akcjonariuszem spółki. Katalog uprawnień przyznanych akcjonariuszowi ma charakter otwarty i w szczególności może dotyczyć prawa powoływania lub odwoływania członków zarządu, rady nadzorczej lub prawa do otrzymywania oznaczonych świadczeń od spółki. Możliwe jest również przyznanie akcjonariuszowi innych, niewymienionych w k.s.h. uprawnień. Swoboda w tym zakresie jest ograniczona, podobnie jak w wypadku uprzywilejowania akcji przez bezwzględnie obowiązujące przepisy prawa, a także przez naturę stosunku spółki akcyjnej oraz dobre obyczaje³⁰.

Podobna instytucja została także wyodrębniona w prostej spółce akcyjnej, gdzie znaleźć ją można pod pojęciem uprawnień indywidualnych akcjonariuszy (art. 300²⁸ k.s.h.), które mogą zostać przyznane akcjonariuszom w umowie spółki. Z kolei w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością funkcjonuje pojęcie szczególnych korzyści lub obowiązków wspólników, które zgodnie z art. 159 k.s.h. powinny pod rygorem bezskuteczności wobec spółki zostać dokładnie określone w umowie spółki.

UPRZYWILEJOWANIE W ZAKRESIE PRAWA DO UCZESTNICTWA W MAJĄTKU LIKWIDOWANEJ SPÓŁKI

W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością zasadą wynikającą z art. 286 § 2 k.s.h. jest podział majątku pozostałego po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wierzycieli między wspólników w stosunku do ich udziałów. Umowa spółki może jednak określać inne zasady podziału (art. 286 § 3 k.s.h.). Uprzywilejowanie co do zasad podziału w zakresie udziału w majątku polikwidacyjnym może mieć postać przywilejów udziałowych³¹ lub osobistych³².

Z przepisu art. 286 k.s.h. wynika, że niezbędne jest spełnienie następujących okoliczności, aby można było przeprowadzić podział majątku z uwzględnieniem innych zasad podziału niż zasady ogólne:

- 1) niezbędny jest upływ sześciu miesięcy od daty ogłoszenia o otwarciu likwidacji i wezwaniu wierzycieli;
- 2) niezbędne jest wcześniejsze zaspokojenie lub zabezpieczenie wierzycieli;
- 3) niezbędne jest wskazanie uprzywilejowania danego wspólnika co do uczestnictwa w majątku spółki w umowie spółki, przy czym zmiana umowy spółki w zakresie określenia zasad podziału majątku spółki pomiędzy wspólników po zakończeniu likwidacji może nastąpić także w toku postępowania likwidacyjnego³³.

³⁰ M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 354, Nb. 2.

³¹ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz aktualizowany do art. 1–300*, LEX/el. 2021, art. 286, pkt 3.

³² A.J. Witosz, w: A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz t. II*, Warszawa 2018, art. 286, pkt 5.

³³ A. Terc, w: Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 286, Nb 11.

Zasady podziału majątku likwidacyjnego wprowadzone w spółce akcyjnej (art. 474 k.s.h.) są podobne do zasad podziału majątku w spółce z o.o., z pewnymi jednak różnicami. Podział może nastąpić, jeżeli od dnia ostatniego ogłoszenia o otwarciu likwidacji i wezwaniu wierzycieli upłyne okres roku. Natomiast art. 474 § 3 k.s.h. wprowadza szczególną zasadę podziału, zgodnie z którą w wypadku, gdy występują akcje uprzywilejowane korzystające z prawa pierwszeństwa przy podziale majątku, należy przede wszystkim spłacić akcje uprzywilejowane w granicach sum wpłaconych na każdą z nich, a następnie spłacić w ten sam sposób akcje zwykłe; nadwyżka majątku zostanie natomiast podzielona na ogólnych zasadach między wszystkie akcje.

W prostej spółce akcyjnej, oprócz ogólnych zasad podziału, które są zasadniczo zbieżne z zasadami występującymi w spółce akcyjnej, została wprowadzona nowa instytucja przejścia całego majątku spółki przez jednego akcjonariusza w postępowaniu likwidacyjnym (art. 300¹²² k.s.h.). Przejęcie to następuje jeszcze przed zaspokojeniem wierzycieli i pozostałych akcjonariuszy, na mocy uchwały walnego zgromadzenia, podjętej większością trzech czwartych głosów, oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących co najmniej połowę ogólnej liczby akcji oraz za zezwoleniem sądu rejestrowego na przejście.

PODSUMOWANIE

Zdaniem autora umieszczenie klauzuli *liquidation preference* w umowie bądź statucie spółki kapitałowej jest w świetle przepisów k.s.h. dopuszczalne zarówno poprzez przyznanie uprawnień udziałowych, jak i uprawnień osobistych. Z uwagi na istotę klauzuli bardziej odpowiednią instytucją wydaje się jednak przyznanie uprawnień osobistych (indywidualnych) poszczególnym wspólnikom. Wynika to z faktu, że uprawnienia osobiste to – zgodnie ze stanowiskiem Sądu Najwyższego – przyznane bezpośrednio określonej osobie niezbywalne prawa podmiotowe³⁴, które co do zasady wygasają z dniem, w którym uprawniony przestaje być wspólnikiem/akcjonariuszem spółki. Natomiast prawa udziałowe są związane z posiadaniem konkretnych udziałów w spółce. Udziały te są przedmiotem obrotu razem z uprzywilejowaniem i nie są przypisane do konkretnego wspólnika³⁵. Celem *liquidation preference* jest przyznanie określonych przywilejów konkretnemu wspólnikowi, którego wolą jest uzyskanie określonego zwrotu z inwestycji w spółkę. Wobec tego, uprawnienia osobiste wydają się w większym stopniu zgodne z celem klauzuli niż uprawnienia udziałowe oraz mogą w bardziej kompleksowy sposób zabezpieczać interesy zainteresowanego wspólnika.

Kodeks spółek handlowych nie przewiduje granic uprzywilejowania co do podziału majątku w przypadku likwidacji spółki kapitałowej. W doktrynie i orzecznictwie przyjmuje się, że wyznaczone są one poprzez przepisy ustawy,

³⁴ Wyrok SN z 6.03.2002 r., V CKN 846/00, LEX nr 54476.

³⁵ A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do art. 1–300 Kodeksu spółek handlowych*, LEX/el. 2021, art. 174, Nb 2.

zasady współzycia społecznego oraz naturę (właściwość) stosunku spółki (art. 353¹ k.c. w zw. z art. 2 k.s.h.³⁶). Spornym zagadnieniem jest możliwość całkowitego wyłączenia jednego lub kilku ze wspólników od udziału w sumie likwidacyjnej. Zdaniem autora artykułu takie wyłączenie nie zawsze będzie niezgodne z zasadami współzycia społecznego lub z właściwością spółki. Wobec powyższego, w świetle przepisów k.s.h. należy dopuścić całkowite wyłączenie jednego lub kilku ze wspólników od udziału w sumie likwidacyjnej, z zastrzeżeniem, że w okolicznościach danej sprawy należy badać zgodność takiego postanowienia z zasadami współzycia społecznego i naturą spółki.

BIBLIOGRAFIA

- Dumkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020.
- Feld B., Mendelson J., *Venture Deals. Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*, Hoboken, New Jersey, 2016.
- Jara Z. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020.
- Kidyba A., *Komentarz aktualizowany do art. 1–300 Kodeksu spółek handlowych*, LEX/el. 2021.
- Kidyba A. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. II, Warszawa 2018.
- Opalski A. (red.), *Kodeks spółek handlowych, Tom IIB. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością* Komentarz. Art. 227–300, Warszawa 2018.
- Potrzeszcz R., Siemiątkowski T. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł III. Spółki kapitałowe. Dział I. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*, Warszawa 2011.
- Ramsinghani M., *The Business of Venture Capital. Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, Hoboken, New Jersey, 2014.
- Rodzinkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2018.
- Sołtysiński S. (red.), *System Praw Prywatnego, T. 17A Prawo spółek kapitałowych*, Warszawa 2015.
- de Vries H., van Loon M., Mol S., *Venture Capital Deal Terms: A Guide to Negotiating and Structuring Venture Capital Transactions*, Utrecht 2016.
- Wilmerding A., *Term Sheets & Valuations. An Inside Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations*, New York 2003.

KLAUZULA LIQUIDATION PREFERENCE W ŚWIETLE SWOBODY UMÓW ORAZ WYBRANYCH INSTYTUCJI PRAWA HANDLOWEGO

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie pojęcia klauzuli *liquidation preference*, opisanie jej rodzajów, a także omówienie jej zastosowania w świetle zasady swobody umów oraz niektórych instytucji polskiego prawa handlowego. W artykule zastosowano następujące metody badawcze: analizę formalno-dogmatyczną norm prawnych, analizę orzecznictwa i doktryny prawa, metodę komparatystyczną.

³⁶ M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 286, Nb 2; wyrok SN z 23.06.2020 r., V CSK 521/18, LEX nr 3120302.

Klauzula *liquidation preference* uprawnia niektórych współników spółki do zaspokojenia swoich roszczeń w określonej wysokości przed pozostałymi współnikami w razie wystąpienia zdarzenia likwidacyjnego (*liquidation event*). Zdarzenie likwidacyjne może być rozumiane zarówno jako likwidacja spółki, jak i jako zdarzenia niezwiązane z likwidacją, takie jak sprzedaż czy połączenie spółek. Granice klauzuli *liquidation preference* wyznacza zasada swobody umów. Autor artykułu opowiada się za dopuszczalnością takiego skonstruowania klauzuli *liquidation preference*, że w przypadku skorzystania z niej powoduje ona wyłączenie niektórych współników od partycypacji w przychodzie uzyskanym w związku ze zdarzeniem likwidacyjnym.

Zgodnie z postanowieniami Kodeksu spółek handlowych zawarcie klauzuli *liquidation preference* w umowie spółki kapitałowej jest możliwe z zastosowaniem instytucji uprzywilejowania udziałów/akcji lub przyznania uprawnień osobistych określonym współnikom/akcjonariuszom. Zdaniem autora właściwszą – z uwagi na cel klauzuli *liquidation preference* – instytucją jest przyznanie uprawnień osobistych określonym współnikom: jest to prawo podmiotowe, związane z osobą współnika/akcjonariusza, a nie prawo związane z udziałami/akcjami.

Słowa kluczowe: venture capital, umowa inwestycyjna, *liquidation preference*, likwidacja, spółki kapitałowe, upadłość, sprzedaż udziałów, klauzule umowne

LIQUIDATION PREFERENCE CLAUSE IN THE LIGHT OF FREEDOM OF CONTRACTS AND SELECTED INSTITUTIONS OF COMMERCIAL LAW

Summary

The purpose of the article is to present the notion of liquidation preference clause, to describe its types, as well as to discuss its application in the light of the principle of freedom of contracts and certain institutions of Polish commercial law. The article uses the following research methods: formal-dogmatic analysis of legal norms, analysis of case law and legal doctrine, comparative method.

The liquidation preference clause entitles certain shareholders of the company to be satisfied in a certain amount before the other shareholders in case of a liquidation event. A liquidation event may be understood both as liquidation of the company and events unrelated to the liquidation, such as sale or merger of companies. The limitations of the liquidation preference clause are set by the principle of freedom of contract. The author of this article advocates the admissibility of such a construction of the liquidation preference clause, that in case of its application excludes some partners from participation in income obtained in connection with the liquidation event.

Pursuant to the provisions of the Polish Commercial Companies Code, there is a possibility to include the liquidation preference clause in the capital company agreement, by using the institution of preference of shares or granting personal rights to certain shareholders. In the opinion of the author the more appropriate institution considering the purpose of the liquidation preference clause is granting of personal rights to certain shareholders, which is an entity right connected with the person of the shareholder, and not a right connected with shares.

Keywords: venture capital, investment agreement, liquidation preference, liquidation preference, capital companies, bankruptcy, sale of shares, contractual clauses

Cytuj jako: Balcarek S., *Klauzula liquidation preference w świetle swobody umów oraz wybranych instytucji prawa handlowego*, „*Ius Novum*” 2022 (16) nr 1, s. 45–58. DOI: 10.26399/iusnovum.v16.1.2022.3/s.balcarek

Cite as: Balcarek S. (2022) ‘Liquidation preference clause in the light of freedom of contracts and selected institutions of commercial law’. *Ius Novum* (Vol. 16) 1, 45–58. DOI: 10.26399/iusnovum.v16.1.2022.3/s.balcarek