

Oszacowanie 2.659 udziałów w
Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o.
z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346)
wchodzących w skład masy upadłości
PKS sp. z o.o. w upadłości z siedzibą w
Kozienicach, sygn. akt V GUp 72/18.

Wynik wyceny:

Wartość rynkowa (WR) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w kapitale zakładowym w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi, a należących do PKS sp. z o.o w upadłości z siedzibą w Kozienicach, (wg danych dostępnych na dzień sporządzenia wyceny) **wynosi 223.029,12 zł** (dwieście dwadzieścia trzy tysiące dwadzieścia dziewięć zł 12/100 gr.)

Wartość rynkowa wymuszona (WRW) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w kapitale zakładowym w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi, a należących do PKS sp. z o.o w upadłości z siedzibą w Kozienicach, (wg danych dostępnych na dzień sporządzenia wyceny) **wynosi 167.271,84 zł** (sto sześćdziesiąt siedem tysięcy dwieście siedemdziesiąt jeden zł 84/100 gr.)



Rozdział 1

Zlecenie oszacowania

Oszacowanie wartości rynkowej (WR) oraz wartości rynkowej wymuszonej (WRW) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w kapitale zakładowym w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), wchodzących w skład masy upadłości PKS sp. z o.o w upadłości z siedzibą Kozienicach (KRS 0000074420), sporządzone na podstawie zlecenia syndyka masy upadłości Tomasza Szadkowskiego – ustanowionego postanowieniem Sądu Rejonowego w Radomiu, V Wydział Gospodarczy, z dnia 25 kwietnia 2023 r, sygn. akt V GUp 72/18.

Rozdział 2

Wykonawca oszacowania

Opinię sporządził Wojciech Makuć - ekspert w zakresie organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw. Autor ponad 150 opinii wydanych dla potrzeb postępowań sądowych, prokuratorskich, w sprawach gospodarczych oraz cywilnych zleczanych przez Sądy, prokuratury, syndyków oraz strony postępowania. Autor posiada licencję kwalifikowanego doradcy restrukturyzacyjnego (nr 37) wydaną przez Ministra Sprawiedliwości oraz jest wpisany na listę biegłych sądowych przy:

1. Sądzie Okręgowym w Warszawie, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami oraz analizy i wyceny przedsiębiorstw - biegły sądowy III kadencji.
2. Sądzie Okręgowym w Toruniu, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw - biegły sądowy II kadencji.
3. Sądzie Okręgowym w Białymstoku, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw - biegły sądowy II kadencji.
4. Sądzie Okręgowym w Radomiu, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw - biegły sądowy II kadencji.

Autor ponadto jest wpisany od dnia 3 lipca 2020 r. na listę biegłych skarbowych pod nr 157 przy Izbie Administracji Skarbowej w Warszawie z następujących zakresów :

- analizy i wyceny przedsiębiorstw (spółek), w tym ich zorganizowanej części,
- wyceny wartości udziałów w przedsiębiorstwach,
- wyceny wartości prowadzonej działalności gospodarczej,
- wyceny wartości uzyskanej w ramach podziału przedsiębiorstwa,
- wyceny wartości przedsiębiorstwa uzyskanego w ramach działu majątku wspólnego,
- wyceny wartości przedsiębiorstwa uzyskanego w postępowaniu spadkowym.

Rozdział 3

Zakres oszacowania

Oszacowanie wartości rynkowej (WR) oraz wartości rynkowej wymuszonej (WRW) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w kapitale zakładowym w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), wg. dostępnych danych na dzień oszacowania.

Rozdział 4

Podstawa sporządzenia opisu i oszacowania

Opis i oszacowanie opracowano na podstawie:

1. zlecenia syndyka masy upadłości PKS sp. z o.o. z siedzibą w Koźmierzku Pana Tomasza Szadkowskiego.
2. Literatura:
 - a) *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora* – praca zbiorowa pod red. M. Panfila i A. Szablewskiego, wyd. Poltext.
 - b) *Value Based Management, koncepcje, narzędzia, przykłady*, praca zbiorowa pod red. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego, B. Bartoszewicza, wyd. Poltext.
 - c) *Wycena przedsiębiorstwa, Od teorii do praktyki* – redakcja naukowa. M. Panfil. i A. Szablewski., wyd. Poltext.

d) *Dylematy Wyceny Przedsiębiorstw* – redakcja naukowa. M. Panfil. i A. Szablewski., wyd. Poltext.

3. Zasoby internetowe

- a) <http://stat.gov.pl/>
- b) <https://ekrs.ms.gov.pl>

Rozdział 5

Cel oszacowania

Oszacowanie wartości rynkowej (WR) oraz wartości rynkowej wymuszonej (WRW) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), celem ich sprzedaży w postępowaniu upadłościowym, sygn. akt V GUp 72/18

Rozdział 6

Zastrzeżenia

1. Niniejsze oszacowanie (wycena) zostało sporządzone w celu określonym w pkt. III (zakres opinii) niniejszego opracowania. Nie może być wykorzystywane w żadnym innym celu, kopiowane, upubliczniane, dystrybuowane, modyfikowane bez wiedzy autora. Zastrzeżenie w zakresie możliwości sporządzania kopii nie dotyczy Sądu oraz komornika.
2. Podstawę sporządzenia wyceny stanowił przedstawiony autorowi materiał źródłowy szczegółowo wskazany w pkt IV wyceny. Autor założył, że posiadane przez niego informacje są rzetelne, prawidłowe, stanowią całość oraz zostały mu przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą zlecającego. Przedmiot zlecenia nie obejmuje weryfikacji stanów wykazanych w treści dokumentacji źródłowej z rzeczywistym stanem prawnym.
3. Oszacowanie nie może być interpretowane jako obejmujące przez domniemanie inne niewspomniane w nim kwestie. Żadnego stwierdzenia zawartego w oszacowaniu nie można traktować jako wyrażenie oceny na temat jakichkolwiek oświadczeń i zapewnień lub innych informacji zawartych w dowolnym dokumencie i ruchomości przedstawionych w

- związku z przygotowaniem oszacowania, o ile nie jest to wyraźnie potwierdzone w treści oszacowania.
4. Autor dokonując oszacowania wartości udziałów kierował się przyjętymi zasadami, opisanymi w dalszej części wyceny.
 5. Wycena wartości udziałów została sporządzona wedle przedstawionego autorowi stanu. Wartość może również ulec zmianie na skutek działania czynnika czasu i zmiany parametrów rynkowych przyjętych do wyceny.
 6. Autor nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady oszacowania, wynikające z przedstawionych informacji, jeśli było brak podstaw do kwestionowania ich zgodności ze stanem rzeczywistym lub też ustalenie stanu rzeczywistego było niemożliwe, bądź znacznie utrudnione. Autor nie bierze na siebie odpowiedzialności za wady ukryte (prawne i fizyczne) oraz ewentualne skutki wynikające z dalszego wykorzystania samego oszacowania.
 7. Ustalona przez autora cena godziwa może być osiągnięta wyłącznie w warunkach rynkowego popytu na tego typu należności. W przeciwnym razie, osiągnięcie oszacowanej ceny może być utrudnione. Skuteczność sprzedaży może być zależna od formy i efektywności upublicznienia oferty na rynku.
 8. Autor zastrzega, że przedmiotowe oszacowanie nie ma charakteru opinii prawnej.
 9. Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w wycenie przez autora wniosków oraz konkluzji z góry zakładanymi rezultatami.

Rozdział 7

Wprowadzenie do wyceny przedsiębiorstw. Omówienie metodologii

7.1. Wprowadzenie do wyceny. Zastosowana metodologia

Wartość przedsiębiorstwa jest wielkością zależną od osoby, z punktu widzenia której wartość tę określamy. Dla celów niniejszego opisu i oszacowana należy wskazać, że to samo przedsiębiorstwo ma zupełnie inną wartość dla różnych osób, np. dla właścicieli, poszczególnych wierzycieli, czy nabywcy.

Wyróżniamy trzy podstawowe wyceny przedsiębiorstw:

Majątkowe	Dochodowe	Porównawcze
<ol style="list-style-type: none"> 1. księgowe 2. skorygowanych aktywów netto 3. wartości likwidacyjnej 4. wartości odtworzeniowej 	<ol style="list-style-type: none"> 1. zdyskontowanych : <ol style="list-style-type: none"> a) przepływów pieniężnych b) zysków c) dywidend d) EVA 2. skorygowanej wartości bieżącej 	<ol style="list-style-type: none"> 1. mnożniki oparte na spółkach giełdowych 2. mnożniki oparte na transakcjach na rynku prywatnym

METODY MAJĄTKOWE

Reprezentują podejście zakładające, że przedmiotem wyceny są poszczególne składniki wycenianego majątku, nie zaś zorganizowany ich zespół. W związku z tym wartość wszystkich składników jest sumą ich indywidualnych wartości. Metody majątkowe nie uwzględniają synergicznych efektów wynikających z posiadania tych zasobów, związanych ze sposobem ich zorganizowania oraz sprawnością i efektywnością wykorzystania. Zasoby te mogą podwyższać wartość majątku, ale też – w przypadku nieodpowiedniego wykorzystania – obniżać ją. Polegają na wycenie elementów aktywów trwałych oraz obrotowych na podstawie analizy wybranych pozycji bilansu.

Podejście majątkowe oparte jest na danych ujawnianych w sprawozdaniach spółki, a zatem odzwierciedlają nie jego obecną, ale historyczną wartość na dzień sporządzonego sprawozdania.

Należy zwrócić uwagę, że w księgach handlowych wykazuje się tylko aktywa będące własnością wycenianego podmiotu, co w konsekwencji powoduje, że w tym podejściu pominięte są wartości aktywów użytkowanych, ale nie własnych – np. leasingowanych. Bardzo często podnoszony jest zarzut, że brak jest związku pomiędzy wyceną majątkową a możliwością generowania dochodu przez wyceniany podmiot.

W tym podejściu pomijane są z zasady takie wartości jak: możliwości rozwojowe, efektywność wykorzystania majątku, kapitał organizacyjny czyli jakość zarządzania, kompetencje zespołu pracowników, stopień wykorzystania majątku. itp. Wyniki uzyskane z wyceny majątkowej zależne są także od standardów rachunkowych i polityki księgowości stosowanych przez wyceniany podmiot.

Z tych powodów przyjmuje się, że wartość majątkowa ma przede wszystkim charakter informacyjny i stanowi jedynie punkt wyjścia do ustalania wartości przedsiębiorstwa innymi metodami. Jednak dla niektórych typów przedsiębiorstw takich jak: instytucje finansowe, firmy ubezpieczeniowe, banki i upadłe podmioty najczęściej wartość majątkowa jest zbliżona do ich wartości rynkowej.

Podjęcia tego nie należy stosować do ustalania wartości przedsiębiorstw o wysokim poziomie innowacyjności – np. przedsiębiorstw nowych technologii, internetowych, telekomunikacyjnych.

Podjęcie majątkowe ma jednak cały szereg niekwestionowanych zalet. Należą do nich przede wszystkim łatwość i czytelność jej określenia, prostota interpretacji, możliwość skutecznego porównania pomiędzy różnymi podmiotami gospodarczymi. Podjęcie to daje się zastosować nawet w wypadku podmiotów, co do których brak szerokiej wiedzy o przedsiębiorstwie z powodu braku dostępnych dla wyceniającego potrzebnych danych. Uzyskany wynik jest w zasadzie obiektywny, mały wpływ ma na niego podmiot wyceniający i przyjmowane przez niego założenia, zatem małe jest ryzyko popełnienia błędu szacunkowego. Podstawowym warunkiem dokonania rzetelnej wyceny jest prawidłowo sporządzone sprawozdanie finansowe badanego podmiotu.

Wyróżnia się następują rodzaje:

- 1. Metoda księgową (metoda aktywów netto):** Jest najbardziej uproszczoną metodą majątkową. Opiera się na badaniu najbardziej aktualnego dostępnego bilansu spółki, na podstawie którego szacuje się wartość księgową aktywów netto. Pod uwagę brane są zarówno składniki majątku (aktywa ogółem), jak i zobowiązania. W obliczeniach odejmuje się od sumy aktywów spółki jej pasywa obce, tzn. zobowiązania krótko – i długoterminowe. Wycena tą metodą opera się wyłącznie na wartościach księgowych, istnieje więc ryzyko zniekształcenia wartości wyceny w momencie, kiedy wartość księgową poszczególnych składników bilansu odbiega od ich wartości rynkowej.
- 2. Metoda skorygowanych aktywów netto:** Należy do najczęściej rekomendowanych i wykorzystywanych w praktyce metod majątkowych. Opiera się przede wszystkim na analizie bilansu i ma na celu urealnienie

wartości kapitałów własnych (aktywów netto) danego podmiotu. Zbliżona jest do metody księgowej. Polega na korekcie jego bilansu o pozycję stanowiącą majątek nieprodukcyjny, którego zbycia jest niemożliwe bądź utrudnione. Skorygowaniu podlegają także wartości poszczególnych pozycji aktywów i pasywów z uwzględnieniem zmiany wartości pieniądza w czasie. Ponadto uwzględnione zostają pozycje, które zgodnie z ustawą o rachunkowości nie są składnikami bilansu (np. znaki towarowe, patenty, licencje, baza kluczowych klientów, siła robocza). W przypadku aktualizacji wartości środków trwałych, takich jak wartości nieruchomości czy stan maszyn i urządzeń, badanie takie przeprowadza najczęściej rzeczoznawca majątkowy. Osoba ta przygotowuje szczegółowy operat szacunkowy, na podstawie którego nanoszone są korekty odpowiednich pozycji środków trwałych.

- 3. Metoda odtworzeniowa:** Polega na oszacowaniu nakładów, jakie byłby zmuszony ponieść inwestor, chcąc zbudować od podstaw przedsiębiorstwo identyczne bądź bardzo zbliżone pod względem majątkowym do wycenianego podmiotu. Wartość ta wynika z różnicy pomiędzy ceną nowych składników majątku posiadanego przez przedsiębiorstwo, a ich rzeczywistym zużyciem.
- 4. Metoda likwidacyjna:** Pozwala oszacować wartość, jaką właściciel danego przedsiębiorstwa jest w stanie otrzymać po całkowitej likwidacji wycenianego podmiotu. Wartość likwidacyjną otrzymuje się po odjęciu od wpływów ze sprzedaży całego majątku spółki kosztów związanych z likwidacją (demontaż i wywóz urządzeń, odprawy dla pracowników, wszelkie inne opłaty) oraz pozostałych do spłaty zobowiązań. Wykorzystuje się opracowania przygotowane przez rzeczoznawcę majątkowego. Metodą likwidacyjną otrzymuje się najniższą wartość wycenianej spółki. Występuje najczęściej w przypadku wyceny przedsiębiorstw postawionych w stan upadłościowy lub przedsiębiorstw nierentownych.

8.1.2. Podejście dochodowe

Podejście dochodowe oparte jest na prognozie uzyskania dochodu przez wyceniany podmiot – poprzez dyskontowanie stopą oczekiwanego zwrotu zaangażowanego

kapitału prognozowanych przepływów możliwych do osiągnięcia w kolejnych okresach eksploatacji zaangażowanych aktywów.

Wycena oparta jest zatem na prognozach, a nie na rzeczywiście osiągniętych wynikach i ma wskazywać nie historyczną wartość przedsiębiorstwa, ale jego wartość w przyszłości.

Wynik wyceny jest zależny od przyjętych przez wyceniającego założeń. Istotą tego podejścia jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, ile warte są obecnie korzyści, jakie właściciele przedsiębiorstwa mogą uzyskać w przyszłości z tytułu dysponowania majątkiem i umiejętnego jego wykorzystywania przez zarząd. Wartość jest więc uzależniona wyłącznie od przepływu gotówki w ustalonej przyszłości. Na potrzeby wyceny szczegółowo prognozuje się kilka najbliższych lat, najczęściej jest to pięć lat, a potem ustala się stałą wartość wzrostu po okresie prognozy (w okresie kontynuacyjnym).

Podejście dochodowe jest przydatne do wyceny tych podmiotów, których aktualna wartość osiągniętych przepływów jest dodatnia, co umożliwi bardziej precyzyjne i bardziej realistyczne prognozowanie przyszłych wartości.

Stosowanie tego podejścia jest odpowiednie dla przedsiębiorstw, dla których możliwe jest ustalenie stopy ryzyka inwestycyjnego, poprawne określenie stopy dyskontowej – oczekiwanej stopy zwrotu, stopy kosztu kapitału. Powszechnie uważa się, że wartość dochodowa jest względnie uniwersalna i może być stosowana do wyceny dowolnej firmy, czy też poszczególnych jej aktywów, zwłaszcza tych, które mają zdolność generowania dochodu, np. nieruchomości użytkowe.

Istnieją także ograniczenia w stosowaniu podejścia dochodowego, wymagające uprzedniej jego modyfikacji, jeśli miałyby być stosowane i miałyby nie spowodować błędów szacunkowych. Główne przeciwwskazania tego podejścia dotyczą spółek posiadających kłopoty finansowe, działających w warunkach zmiennego otoczenia, dysponujących nieprodukcyjnymi aktywami, przedsiębiorstw naukowo-badawczych lub szerzej opartych na wiedzy, firm będących w stanie restrukturyzacji, będących w stanie realizacji znaczących projektów inwestycyjnych, fuzji i przejęć, małych i średnich prywatnych przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwa mające kłopoty finansowe, osiągające ujemne wyniki finansowe, zwłaszcza stratę operacyjną oraz ujemne przepływy pieniężne, mogą być wyceniane metodami dochodowymi tylko wówczas, gdy sytuacja ta ma realną szansę na

zmianę z uwagi na obserwowane zdarzenia, które mogą zmienić te niekorzystne trendy.

W przedsiębiorstwach działających w stale zmieniających się warunkach otoczenia ich zyski, przepływy pieniężne mają tendencję do podążania w kierunku zmiennych makroekonomicznych – rosną i są wysokie w fazie boomu gospodarczego, a drastycznie maleją i są niskie (czasem ujemne) w warunkach recesji. Prognozowanie przyszłych przepływów w takich warunkach jest utrudnione, wymaga wstępnego ustalenia, w jakiej fazie cyklu gospodarczego znajduje się aktualnie firma i z jaką będziemy mieć do czynienia w najbliższych latach. Trzeba ocenić, czy kłopoty finansowe mają charakter krótkotrwały, czy w gospodarce zachodzą korzystne trendy. W takich przypadkach możliwe jest popełnienie błędu szacunkowego.

W podejściu dochodowym wartość przedsiębiorstwa określa się na podstawie zdolności posiadanych aktywów do generowania korzyści ekonomicznych mierzonych przepływami pieniężnymi. Jeżeli wyceniany obiekt posiada dużą ilość aktywów nieprodukcyjnych, nie generujących dochodu, to ich wartość nie wpłynie na wartość dochodową przedsiębiorstwa. Należy zatem wyodrębnić takie aktywa i odrębnie je wycenić, stosując np. bieżące ceny rynkowe. Uzyskane wyniki z odrębnej wyceny należy zsumować z wartością dochodową całego przedsiębiorstwa, obliczoną na podstawie zdolności do generowania dodatkich przepływów pieniężnych. Dopiero wówczas uzyskuje się wartość całego przedsiębiorstwa.

Niemożliwe lub znacznie utrudnione jest obliczenie w podejściu dochodowym wartości przedsiębiorstw opartych na wiedzy, dysponujących opcjami, wynalazkami, patentami, które nie były jeszcze wykorzystywane i nie generowały przepływów pieniężnych. Niemożliwe jest w takim wypadku ustalenie, czy i kiedy oraz w jakiej wysokości dochody będą uzyskane.

W przypadku przedsiębiorstw będących w stanie restrukturyzacji lub realizujących znaczne inwestycje – to z samej natury następuje w nich zmiana struktury majątkowej - jedne aktywa są zastępowane drugimi, wyprzedawane są zbędne składniki majątkowe. Zmianom mogą ulegać wszystkie istotne aspekty zarządzania, mające wpływ na osiągnięcie zysku: może być zmieniana struktura kapitałowa, systemy motywacyjne dla załogi, może następować redukcja kosztów czy zmiana profilu działalności. Wszystkie te okoliczności powodują, że wszelkie prognozowanie możliwości generowania zysków przed zakończeniem procesu

restrukturyzacji jest zbyt niepewne, co w sposób zasadniczy uniemożliwia lub znacznie utrudnia wycenę podejściem dochodowym.

Największe problemy w zastosowaniu podejścia dochodowego występują jednak w wypadku małych i średnich przedsiębiorstw. Wynika to z faktu, że przedsiębiorstwa te na ogół są prywatne, a zatem o wyższym ryzyku płynności aktywów i brak jest możliwości ustalenia w ich wypadku stopnia ryzyka zainwestowanego kapitału. Dlatego przyjmuje się powszechnie, że dopóki mała lub średnia prywatna firma nie jest podmiotem notowanym na rynku kapitałowym, to nie ma możliwości pełnego i poprawnego obliczenia dla niej premii za ryzyko, co w konsekwencji uniemożliwia jej wycenę podejściem dochodowym.

Stosując podejście dochodowe, można sporządzić wycenę w oparciu o metody dochodowe, w których przedmiotem wyceny jest wartość bieżąca przyszłych dochodów możliwych do osiągnięcia z tytułu efektywnego zarządzania posiadanymi aktywami. Metody te oparte są na prognozie zdolności przedsiębiorstwa do generowania przyszłych dochodów, dyskontowanych o stopy procentowe uwzględniające ryzyko. Do metod dochodowych zalicza się:

- metodę zdyskontowanych zysków, polegającą na kalkulacji prognoz wartości zysków netto przedsiębiorstwa w poszczególnych okresach;
- metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), rozróżniającą dwa rodzaje przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa i dla akcjonariuszy;
- metodę zdyskontowanych dywidend, pozwalającą na szacowaniu kapitału własnego przedsiębiorstwa na podstawie zdyskontowanych dywidend;
- metodę skorygowanej wartości bieżącej (APV), polegającą na skorygowaniu wartości przedsiębiorstwa w taki sposób, aby było ono finansowane wyłącznie kapitałami własnymi i w taki sposób, aby uwzględnić efekt faktycznego finansowania.

Koncentrują się na przyszłości, a wartości spółki poszukują przede wszystkim w przyszłych nadwyżkach przepływów pieniężnych. Wyróżnia się następujące rodzaje:

1. a) Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych:

Stosowana jest do wyceny większości podmiotów (*DCF-Discounted Cash Flows*). Zaktualizowana wartość dochodów jest szacowana na podstawie wzoru:

$$EV = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} + \frac{ReV}{(1+k)^n}$$

gdzie:

EV – wartość wycenianego podmiotu;

CF_n – saldo wpływów i wydatków w n-tym roku prognozy (od 1 do n);

$\frac{ReV}{(1+k)^n}$ – wartość rezydualna zdyskontowana na moment wyceny;

k – stopa dyskontowa.

Uwzględniając powyższy wzór, można zauważyć, że z punktu widzenia założeń metodycznych istotne znaczenia ma:

- a) określenie szczegółowych założeń dotyczących modelu przepływów pieniężnych, w tym:
 - sposobu obliczania salda wpływów i wydatków w kolejnych latach projekcji,
 - sposobu oszacowania wartości kapitału własnego i kapitału obcego;
- b) przyjęcie metodyki oszacowania stopy dyskontowej;
- c) określenie sposobu oszacowania wartości rezydualnej (wartości przedsiębiorstwa po okresie prognozy).

Dwie najpopularniejsze metody wyceny metodą DCF to modele:

- **Free Cash Flow to Firm [FCFF]** – model ten mierzy wartość wolnych przepływów pieniężnych dla firmy, tj. do udziałowców jak i wierzycieli. Przepływy są dyskontowane kosztem kapitałów własnych.
- **Free Cash Flow To Equity [FCFE]** – model ten mierzy wartość wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy/wspólników. Przepływy dyskontowane są średnim ważonym kosztem kapitału (WACC), który jest ważoną kosztów kapitału własnego oraz długu oprocentowanego.

Zasadniczą różnicą pomiędzy dwoma powyższymi metodami jest uwzględnienie przepływów pieniężnych dla kredytodawców przedsiębiorstwa. W metodzie FCFE nie są one brane pod uwagę w wyliczeniu Free Cash Flow.

Model FCFE zaprezentowany zostanie w następujących krokach:

Krok. 1. Analiza historyczna i strategiczna wycenianej spółki oraz branży. Analiza powinna koncentrować się na analizie sprawozdań finansowych (tj. bilansu, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych) z okresu minimum 3 ostatnich lat oraz powinna dotyczyć oceny pozycji konkurencyjnej spółki na tle branży, identyfikacji głównych źródeł wartości spółki.

Krok 2. Przygotowanie prognoz finansowych w poszczególnych latach prognozy
Nie istnieje teoria określająca na ile lat budować prognozy sprawozdań finansowych. Warto wspomnieć, iż powinno budować się:

- na tyle lat, na ile jesteśmy w stanie przewidzieć przyszłość spółki;
- do roku, gdy spółka osiągnie stabilne przychody i koszty.

Najczęściej sporządza się na 5 lat prognozy.

Krok 3. Obliczenie FCFE

Wolne przyszłe przepływy pieniężne dla właścicieli (FCFE) liczy się według następującej formuły:

$$\begin{aligned} & \text{Zysk netto} \\ & (+) \text{ amortyzacja} \\ & (-) \text{ nakłady inwestycyjne w aktywa trwałe} \\ & (-) \text{ zmiana kapitału obrotowego netto} \\ & (+) \text{ wpływy z tytułu zaciągniętych pożyczek, kredytów etc.} \\ & (-) \text{ wydatki z tytułu spłaty rat od zaciągniętych pożyczek, kredytów etc.} \\ & = \text{Wartość FCFE w okresie prognozy} \end{aligned}$$

Krok 4. Kalkulacja kosztu kapitału własnego

Dla potrzeb kalkulacji kosztu kapitału własnego stosuje się najczęściej w praktyce model CAPM (Capital Assets Pricing Model) – model wyceny aktywów kapitałowych z jedną zmienną, tj. indeksem (współczynnikiem β).

$$K_{kw} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

gdzie:

K_{kw} – koszt kapitału własnego; wymagana przez akcjonariuszy stop. zwrotu;

R_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka; jako przybliżenie można przyjąć rentowność 10-letnich obligacji skarbowych;

R_m – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego;

β – współczynnik beta kapitału własnego wycenianej spółki;

$(R_m - R_f)$ – premia za ryzyko rynkowe.

Krok 5. Obliczenie zdyskontowanych FCFE (DFCFE)

Proces ten oznacza iloczyn FCFE i współczynników dyskontowych.

Krok 6. Zsumowanie DFCFE z okresu prognozy

Krok 7. Kalkulacja wartości rezydualnej (ReV)

$$ReV = \frac{FCFE_5 (1+g)}{(K_{kw} - g)}$$

gdzie:

$FCFE_5$ — wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy w ostatnim roku prognozy (tu rok 5.);

K_{kw} — koszt kapitału własnego w ostatnim roku prognozy (tu np. rok 5.);

g — stopa wzrostu po zakończeniu okresu prognozy (powinna uwzględniać także stopę inflacji).

Krok 8. Obliczenie wartości bieżącej ReV

Po obliczeniu wartości ReV dokonujemy jej zdyskontowania, czyli przemnożenia przez wartość współczynnika dyskontowego z ostatniego roku prognozy.

Krok 9. Kalkulacja wartości kapitałów własnych (Equity Value, EqW) i wartości 1 udziału (lub 1 akcji):

- Suma DFCFE z okresu prognozy**
- (+)** zdyskontowana wartość rezydualna (ReV)
- (=)** wartość kapitałów własnych (Equity Value)
- (/)** liczba udziałów lub akcji
- (=) Wartość 1 udziału lub 1 akcji**

Model FCFF zaprezentowany zostanie w następujących krokach:

(Model ten służy do wyceny wartości całego przedsiębiorstwa).

Krok 1. Analiza historyczna i strategiczna wycenianej spółki oraz branży

Krok 2. Przygotowanie prognoz finansowych w poszczególnych latach prognozy

Krok 3. Obliczenie FCFF

Wolne przyszłe przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i obcego (FCFF) liczy się według następującej formuły:

- Zysk operacyjny (EBIT)**
- (-)** podatek dochodowy od EBIT
- (+)** amortyzacja
- (-)** nakłady inwestycyjne
- (-)** zmiana kapitału obrotowego netto
- (+)** sprzedaż aktywów pozaoperacyjnych
- (=) Wartość FCFF**

Krok 4. Kalkulacja WACC

Stopą dyskontową w FCFF jest średni ważony koszt kapitału (WACC). Jest to suma kosztów poszczególnych składników kapitału zaangażowanego w działalność podmiotu, ważona ich udziałem w zainwestowanych kapitałach ogółem.

Ogólny wzór na WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = K_{kw} \times U_{kw} + (1 - T) \times I \times U_{ko}$$

gdzie:

K_{kw} – koszt kapitałów własnych;

U_{kw} – procent udziału wartości kapitału własnego w strukturze kapitałów własnego i obcego;

T - stopa podatku dochodowego od osób prawnych;

I - koszt kapitału obcego oprocentowanego;

U_{ko} - procent udziału wartości kapitału obcego (długu) w strukturze kapitałów własnego i obcego.

Krok 5. Obliczenie zdyskontowanych FCFF (DFCFF) - Proces ten oznacza iloczyn FCFF i współczynników dyskontowych.

Krok 6. Zsumowanie DFCFF z okresu prognozy

Krok 7. Kalkulacja wartości rezydualnej (ReV)

$$ReV = \frac{FCFE_5 (1+g)}{(WACC_5 - g)}$$

gdzie:

$FCFE_5$ – wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy w ostatnim roku prognozy (tu np. rok 5.);

$WACC_5$ – średni ważony koszt kapitału w ostatnim roku prognozy (tu np. roku

g – stopa wzrostu po zakończeniu okresu prognozy (powinna uwzględnić także stopę inflacji).

Krok 8. Obliczenie wartości bieżącej ReV - Po obliczeniu wartości ReV dokonamy jej zdyskontowania, czyli przemnożenie przez wartość współczynnika dyskontowego z ostatniego roku prognozy.

Krok 9. Kalkulacja wartości przedsiębiorstwa (*Enterprise Value – EV*), następnie wartości kapitałów własnych (*Equity Value – EqW*) i wartości 1 udziału (lub 1 akcji)

Suma DFCFF z okresu prognozy

(+) zdyskontowana wartość rezydualna (ReV)

= wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value)

(-) wartość kapitałów obcych, tj. oprocentowanych (kredytów) na moment wyceny

(+) środki pieniężne i ekwiwalent gotówki na moment wyceny

(=) wartość kapitałów własnych (Equity Value)

(/) liczba udziałów lub akcji

= **Wartość 1 udziału lub 1 akcji**

1. b) Metoda zdyskontowanych zysków:

Metoda zdyskontowanych zysków jest podobna w swej konstrukcji do metody DCF. Zakłada przyszłe zyski netto Spółki po zdyskontowaniu stopą, która uwzględnia poziom ryzyka. Wzór potrzebny do jej zastosowania wygląda następująco:

$$EW = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t + ReV_t}{(1+r)^t}$$

Metoda ta jest stosowana wtedy, gdy na wycenianej spółce nie ciąży konieczność wydatkowania środków na inwestycje rozwojowe bądź gdy niezbędne do uruchomienia inwestycji nakłady są mniejsze (lub równe) niż odpisy amortyzacyjne.

1. c) Metoda zdyskontowanych dywidend:

Metoda zdyskontowanych dywidend służy do wyceny kapitału własnego przedsiębiorstwa. Zakłada, iż wartość spółki jest zależna jedynie od wielkości dywidendy, do której uprawnniają w przyszłości jej akcje. Eliminuje tym samym wpływ zmiany ceny akcji jako źródła wahań ich wartości, uznając, że w dłuższym okresie inwestowania cena ta traci znaczenie. Zakładając bezterminową inwestycję, wzór na metodę zdyskontowanych dywidend wygląda następująco:

$$EqV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_{kw})^t}$$

gdzie:

EqV – wartość kapitału własnego;

D_t – oczekiwane dywidendy w okresie t;

K_{kw} – koszt kapitału własnego.

Istnieje wiele jego modyfikacji odnoszących się do zmiany przyszłej dywidendy. W przypadku, gdy dywidenda jest niezmienna w czasie, wzór zmienia się odpowiednio:

$$EqV = \frac{D}{K_{kw}}$$

Przy założeniu stałego wzrostu dywidendy w przyszłych okresach wartość kapitału własnego według tzw. modelu Gordona wygląda następująco:

$$EqV = D \times \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

Kolejne modele modyfikują podstawowy wzór metody zdyskontowanych dywidend, dostosowując go odpowiednio do różnych faz wzrostu i spadku dywidend w danym tempie.

1. d) Metoda zdyskontowanych EVA (Economic Value Added)

EVA jest miarą zysku ekonomicznego i zestawia w postaci różnicy wynik faktycznie zrealizowany na podstawowej działalności przedsiębiorstwa z minimalny wynikiem wymaganym przez inwestorów. Wynik rzeczywisty mierzony jest pomocą kategorii zysku, określanej jako NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*). Chodzi tu o zysk operacyjny netto (pomniejszony o amortyzację) po opodatkowaniu. NOPAT otrzymujemy, odejmując od EBIDAAT amortyzację:

$$NOPAT = EBIDAAT - A$$

gdzie:

EBIDAAT – wynik przed kosztami odsetek i amortyzacji, lecz już opodatkowany = EBITDA × (1-T).

Natomiast minimalny wynik wymagany przez inwestorów wyznaczony jest przez iloczyn wymaganej stopy zwrotu z łącznego kapitału przedsiębiorstwa (z reguły WACC) i wielkości kapitału zainwestowanego IC (*invested capital*), gdyż wynik (zysk lub strata) to iloczyn zwrotu i nakładu:

$$\text{Wynik wymagany} = WACC \times IC$$

$$IC = FA + NWC$$

gdzie:

FA (fixed assets) – aktywa trwale;

NWC (net working capital) – kapitał obrotowy netto.

Ostatecznie więc formuła EVA przyjmuje następującą postać:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

EVA to inaczej wartość terażniejsza NPV projektu czy całego przedsiębiorstwa, liczona dla jednego okresu. Informuje o tym, czy zainwestowany kapitał został powiększony ponad minimalne wymogi wyznaczone przez inwestorów, czy też nie (czy zwrot zrealizowany przez przedsiębiorstwo jest wyższy, czy niższy od kosztu kapitału). Jest wielkością informującą o rozmiarach powiększenia (bądź pomniejszenia) początkowego nakładu kapitałowego.

Wykorzystując model EVA w wycenie, postępujemy analogicznie jak przy metodzie DCF. Prognozujemy przyszłe wyniki przedsiębiorstwa mierzone za pomocą ekonomicznych wartości dodanych (a nie jak w DCF za pomocą wolnych przepływów pieniężnych), dyskontujemy je stopą odzwierciedlającą ryzyko wszystkich inwestorów (WACC), sumujemy i dodajemy do początkowej wartości kapitału zainwestowanego w projekt bądź przedsiębiorstwo. Dyskontując i sumując EVA, otrzymujemy DEVA (*Discounted Economic Value Added*), który jest alternatywnym do metody DCF modelem wyceny dochodowej, opartym na zysku ekonomicznym, znanym w praktyce jako model zdyskontowanych EVA. Formuła pozwalająca oszacować wartość przedsiębiorstwa EV przedstawia się następująco:

$$EV = IC_{t-1} + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Opisane metody wyceny (DCF i EVA) są równoważne w tym sensie, że prowadzą do uzyskania tych samych wyników. Różnią się sposobem uwzględniania w rachunku wydatków inwestycyjnych. W metodzie DCF są one odejmowane od sumy przepływów pieniężnych w roku ich poniesienia, natomiast w metodzie EVA są rozkładane na kilka kolejnych lat za pomocą amortyzacji, pomniejszając przepływy pieniężne zgodnie z przyjętym harmonogramem amortyzowania majątku.

2. Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV)

Kolejną metodą wyceny spółek jest metoda skorygowanej wartości bieżącej (*Adjusted Present Value — APV*). Bazuje ona na teorii Modiglianiego-Millera i przedstawia wartość rozpatrywanego podmiotu niezależnie od jego struktury kapitałowej.

Wycena za pomocą APV przebiega według następującego Schematu: Wycena podmiotu jako przedsiębiorstwa finansowanego w 100% przez kapitał własny możliwa jest dzięki zdyskontowaniu wolnych przepływów pieniężnych kosztem kapitału własnego (odlewarowanego), odpowiednim dla przedsiębiorstw niekorzystających z dźwigni finansowej (stopę tę można uzyskać, odnajdując podobne do rozpatrywanego przedsiębiorstwa spółki publiczne i oceniając ich oczekiwany zysk z kapitału własnego w przypadku finansowania wyłącznie kapitałem własnym):

$$EqV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_1}{(1+k_{kw})^t} + \frac{ReV}{(1+k_{kw})^n}$$

Dodanie zdyskontowanej wartości tarczy podatkowej (*TS – tax shield*) – wartość ta dyskontowana jest kosztem kapitału obcego:

$$DVTS = \sum_{t=1}^n \frac{TS_t}{(1+k_{kw})^t} + \frac{ReVTS_n}{(1+k_{ko})^n}$$

Wartość przedsiębiorstwa według APV jest więc sumą opisanych wyżej kroków:

$$EV = EqV + DVTS$$

Z racji swej budowy metoda ta najlepiej sprawdza się przy wycenie przedsiębiorstw o skomplikowanej i często zmieniającej się strukturze kapitału, a także podmiotów w dużym stopniu korzystających z dźwigni finansowej. W innych przypadkach metoda ta nie różni się od innych wcześniej omawianych i o czym również należy wspomnieć – jest rzadko stosowana w praktyce.

8.1.3. Podejście porównawcze

Wycena metodą porównawczą, jak sama nazwa wskazuje, polega na porównaniu odpowiednich wskaźników rynku kapitałowego wybranej przez nas spółki, którą chcemy wycenić z porównywalnymi spółkami danej branży. Jest to najprostsza z metod wyceny, może być stosowana do określania wartości praktycznie każdej spółki. Celem jest ustalenie, czy akcje danej spółki notowane są z dyskontem, czy z premią, która oznacza że akcje są relatywnie drogie. Porządek czynności przy wycenie metodą porównawczą:

— wyselekcjonowanie spółek;

- wybór wskaźników oraz okresów z których pochodzą dane finansowe;
- ustalenie wag dla poszczególnych wskaźników;
- określenie premii lub dyskonta wybranej spółki względem wybranej grupy spółek;
- wycena akcji / udziałów.

Aby odpowiednio wybrać spółki do grupy porównawczej, należy zwrócić uwagę, aby reprezentowały one jednakową branżę oraz charakteryzowały się podobną skalą działalności, tj. podobny poziom przychodów, kosztów, aktywów. Wartości poszczególnych wskaźników nie mogą mieć wartości ujemnych. Liczba spółek do porównania powinna wynosić co najmniej 3, lecz im większa grupa, tym spółki są mniej podobne do wycenianej.

Największą zaletą wyceny metodą porównawczą jest jej prostota oraz uniwersalność. Nie wymaga skomplikowanych obliczeń i skomplikowanych prognoz danych finansowych.

Wadą jest możliwość dokonania znacznych niedoszacowań lub przeszacowań, wynikających z oparcia wyceny na wskaźnikach spółek notowanych na rynku publicznym. Taka sytuacja może wynikać z przypadkowych wahań tych wskaźników, nierzadko nie mając nic wspólnego z sytuacją ekonomiczną notowanych przedsiębiorstw, ale na przykład z koniunkturą giełdową lub też okresową "modą" na niektóre branże. Trudność nierzadko sprawia dobór odpowiednich spółek do porównania.

Ideą metody porównawczej jest założenie, iż aktywa podobnych spółek mają podobną wartość. Wycena poprzez porównywalność, co w przypadku większości rynków dobrze spełnia swoją rolę, lecz od każdej reguły są odstępstwa.

Wycena wartości przedsiębiorstwa z zastosowaniem metod rynkowych opiera się na założeniu, że weryfikatorami kondycji finansowej przedsiębiorstw, a w efekcie również jej wartości, są giełda papierów wartościowych oraz prywatny rynek transakcji.

Metody porównawcze wyceny podmiotów określają ich wartość na podstawie porównań z podobnymi spółkami, będącymi przedmiotem transakcji dokonywanych na rynku. W zależności od sposobu dokonywania tych ostatnich dzielą się one na:

- metody oparte na spółkach giełdowych, które polegają na wycenie przedsiębiorstwa poprzez odniesienie kluczowych wielkości finansowych opisujących potencjał dochodowy i majątkowy spółki (tj. wartości sprzedaży, zysku netto, zysku brutto, Zysku EBITDA, wartości księgowej spółki) do tzw. mnożników określających relację wybranej kategorii finansowej do wartości rynkowej spółki (*Price – P lub Equity – EqV*) lub wartości przedsiębiorstwa (*Enterprise Value – EV*), będącej sumą kapitalizacji rynkowej i długu netto (zobowiązania oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty),

- metody oparte na transakcjach na rynku prywatnym, które odnosi wartość wymienionych wyżej wielkości finansowych do wartości spółek wynikających z transakcji kupna-sprzedaży na rynku prywatnym w okresie ostatnich 12 miesięcy.

Metody rynkowe wiążą odpowiednie kategorie ekonomiczne, związane z funkcjonowaniem spółki, z wyceną dokonywaną przez nabywców – w tym także na giełdzie papierów wartościowych.

POZOSTAŁE METODY

W literaturze przedmiotu można spotkać jeszcze dodatkowe grupy metod wyceny mianowicie:

1. metody mieszane;
2. metody opcji realnych (rzeczowych, rzeczywistych).

Metody mieszane - w zależności od punktu ciężkości, mają charakter majątkowo – dochodowy lub dochodowo-majątkowy. Najczęściej stosowaną metodą tej grupy jest metoda berlińska, czyli średnia arytmetyczna wartości majątkowej i dochodowej przedsiębiorstwa. Jednakże, zdaniem biegłego, bardzo często praktycy dokonujący wyceny dwoma metodami, a na końcu obliczają średnią arytmetyczną, toteż nie ma potrzeby nazywać tego podejścia oddzielną metodą wyceny. Inne metody zaliczane do mieszanych to: szwajcarska, stuttgarcka, UEC.

Metoda opcji realnych - może stanowić narzędzie wspomagające decyzje w obliczu Zmieniających się warunków rynkowych. Jest ona wartościową alternatywą dla sposobów wyceny opartych na kalkulacji przepływów pieniężnych, gdy popyt i

koszty wytworzenia produktów bądź usług danego podmiotu ulegają znacznym wahaniom. Metodę opcji realnych wyróżnia zastosowanie modeli służących do wyceny instrumentów pochodnych. Opcje realne, rozumiane jako możliwość zastosowania przez menedżera alternatywnej strategii działania w przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji, są więc w takim ujęciu wyceniane jak opcje giełdowe. Ich wartość może być dzięki temu uwzględniona w procesie wyceny rozpatrywanego podmiotu.

Przy wycenie opcji realnych stosuje się powszechnie model dwumianowy oraz model Blacka–Scholesa–Mertona. Chociaż wartość tego typu opcji jest z oczywistych względów dodatnia, to oczekiwana wartość związanych z nimi korzyści n zawsze przekracza konieczne do jej nabycia nakłady. Metoda oparta na opcjach realnych jest z pewnością wartościowym narzędzie uwzględniającym zarówno zmienność uwarunkowań rynkowych, jaki fakt, że zarządzający spółką menedżerowie nie pozostają na te zmiany obojętni i aktywnie korygują strategię jej rozwoju.

OGRANICZENIA ZWIĄZANE Z WYCENAMI PRZEDSIĘBIORSTW

Należy pamiętać, że wycena przedsiębiorstwa jest bardziej sztuką niż „rzemieślniczym” podejściem i podstawieniem liczb do wzoru. Najważniejsza w wycenie jest interpretacja jej wyników, przedstawiona na tle aktualnego otoczenia, Wycena przedsiębiorstw ma dzisiaj charakter interdyscyplinarny i wymaga znajomości rachunkowości, zarządzania strategicznego, finansów przedsiębiorstw i statystyki. Największym problemem w procesie wyceny spółek jest zachowanie jej obiektywności, dlatego też w zależności od podmiotu zamawiającego raport z wyceny, wartość przedsiębiorstwa (lub kapitałów własnych) może być przeszacowana lub niedoszacowana, Najczęściej stosowanymi metodami wyceny spółek są: metody DCF, metody rynkowe oraz metoda skorygowanych aktywów netto. Przykładowe błędy popełniane przez specjalistów w zakresie opisanych metod wyceny mogą być następujące:

1. w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF):
 - a) brak uwzględnienia scenariuszy rozwoju wycenianej spółki (zwykle przyjmuje się jeden wariant, traktowany jako realistyczny);
 - b) akceptacja wysokiego procentu udziału zdyskontowanej wartości rezydualnej w wartości kapitałów własnych (EqV);
 - c) nieuwzględnianie w stopie wzrostu g prognozowanej stopy inflacji;
 - d) uśrednienie stawki amortyzacji z okresu prognozy, podczas gdy dostępne stawki amortyzacyjne poszczególnych środków trwałych;

2. w metodach rynkowych:
 - a) zły dobór porównywalnych spółek i transakcji;
 - b) zastosowanie dyskonta za brak płynności przy porównaniu wycenianego podmiotu ze spółkami nie giełdowymi;
 - c) wybór transakcji porównywalnych z wycenianą spółką z okresu starszego niż 12 miesięcy;
3. w metodzie skorygowanych aktywów netto:
 - a) brak wyceny aktywów niematerialnych, nieraportowanych w bilansie wycenianego przedsiębiorstwa;
 - b) brak (w ogóle lub brak aktualnych, tj. do 6 miesięcy) operatów szacunkowych;
 - c) brak wyceny udziałów/akcji spółek, posiadanych przez wyceniany podmiot.

Jednakże żadna z metod wyceny nie może przewidzieć skutków wynikających ze zmian: koniunktury gospodarczej, partii politycznych, preferencji inwestorów giełdowych, kluczowych menedżerów, zdarzeń geopolitycznych etc.

Rozdział 8

Prezentacja wybranych sprawozdań finansowych Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi

Autor przeanalizował dostępne w e-krs sprawozdania finansowe (dalej jako: SF) spółki i informuje, że spółka z historii swojej działalności złożyła jako ostateczne do systemu KRS w dniu 30 czerwca 2022 r. sprawozdanie finansowe za rok 2021. Wyniki zaprezentowane w SF za okres od 2019-2021 sporządzający opinię - prezentuje poniżej:

AKTYWA		2019	2020	2021
A.	Aktywa trwałe	0,00	0,00	0,00
I.	Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00
II.	Rzeczowe aktywa trwałe	0,00	0,00	0,00
III.	Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00
IV.	Inwestycje długoterminowe	0,00	0,00	0,00
V.	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00

Oszacowanie wartości 2.659 udziałów w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o.

B.	Aktywa obrotowe	1 039 301,24	1 077 135,11	1 133 426,14
I.	Zapasy	0,00	0,00	0,00
II.	Należności krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00
III.	Inwestycje krótkoterminowe i śr. pieniężne	1 039 301,24	1 077 135,11	1 133 426,14
IV.	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
AKTYWA RAZEM		1 039 301,24	1 077 135,11	1 133 426,14

PASYWA		2019	2020	2021
A.	Kapitał (fundusz) własny	1 035 586,64	1 071 796,91	1 126 464,34
B.	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 714,60	5 338,20	6 961,80
I.	Rezerwy na zobowiązania	0,00	0,00	0,00
II.	Zobowiązania długoterminowe	0,00	0,00	0,00
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	3 714,60	5 338,20	6 961,80
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
SUMA PASYWÓW		1 039 301,24	1 077 135,11	1 133 426,14

Rachunek Zysków i Strat		2019	2020	2021
A.	przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	51 081,43	38 217,87	56 675,03
B.	koszty działalności operacyjnej	2 007,60	2 007,60	2 007,60
C.	zysk/ strata na sprzedaży (A-B)	49 073,83	36 210,27	54 667,43
D.	pozostałe przychody operacyjne	0,00	0,00	0,00
E.	pozostałe koszty operacyjne	0,00	0,00	0,00
F.	zysk(strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	49 073,83	36 210,27	54 667,43
G.	przychody finansowe	0,00	0,00	0,00
H.	koszty finansowe	0,00	0,00	0,00
I.	zysk (strata) brutto (F+G-H)	49 073,83	36 210,27	54 667,43
J.	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00	0,00	0,00
I.	zyski nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00
K.	pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zw. straty)	0,00	0,00	0,00
L.	podatek dochodowy	0,00	0,00	0,00
M.	pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,00	0,00	0,00
N.	zysk (strata) netto	49 073,83	36 210,27	54 667,43

Wybór i przedstawienie metody oszacowania przedsiębiorstwa

Autor szczegółowo przeanalizował KRS i dostępne sprawozdanie finansowe - postanowił ustalić rynkową wartość ilości udziałów podlegających wycenie o dostępne sprawozdanie finansowe metodą majątkową (księgową).

Autor, decydując się na wykorzystanie metody księgowej, koncentrował się w głównej mierze na rozpatrzeniu wartości majątku spółki. Podstawową zaletą wynikającą z zastosowania metody księgowej jest niewątpliwie jednolity sposób podejścia do wyceny, oparty wprost na danych finansowych wykazywanych przez przedsiębiorstwo, co umożliwia porównywalność wyników na przestrzeni czasu. Do wad zastosowanego podejścia można zaliczyć prawdopodobieństwo wystąpienia przewartościowania i niedowartościowania wartości przedsiębiorstwa, wynikającego z faktu posłużenia się wyłącznie danymi bilansowymi. Wartości księgowe poszczególnych składników majątku ujęte w sprawozdaniu finansowym, zgodnie z zapisami ustawy o rachunkowości mogą znacznie odbiegać od ich rzeczywistej wartości rynkowej.

Rozdział 9

Wycena przedsiębiorstwa oraz udziałów

Sporządzający wycenę w tym miejscu zaznacza, że nie są mu znane żadne sprawozdania finansowe sporządzone po dniu 31 grudnia 2021 r. Nie znajduje żadnych podstaw metodologicznych dla tworzenia symulacji danych finansowych na dzień sporządzenia oszacowania, gdyż nie ma żadnej możliwości zweryfikowania faktycznych zdarzeń gospodarczych jakie miały miejsce po dniu 31 grudnia 2021 r.

Autor na podstawie wyżej przywołanych danych wyliczy całkowitą wartość spółki metodą księgową (majątkową). Ustalenie wartości spółki nastąpi na podstawie wzoru:

$$W_C = W_A - W_Z$$

gdzie:

W_C - wartość całkowita Spółki

W_A – wartość aktywów

W_Z – wartość zobowiązań

Po podstawieniu wartości liczbowych otrzymujemy następujące równanie:

$$Wc = 1\,133\,426,14 \text{ zł} - 6\,961,80 \text{ zł}$$

$$Wc = 1\,126\,464,34 \text{ zł}$$

Całkowita wartość przedsiębiorstwa - Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), wg. dostępnych danych na dzień oszacowania, ustalona metodą księgową – na dzień sporządzenia wyceny, w oparciu o dane na dzień 31 grudnia 2021 r., wynosi 1.126.464,34 zł (słownie: jeden milion sto dwadzieścia sześć tysięcy czterysta sześćdziesiąt cztery zł 34/100 gr.).

Omówienie zastosowanych premii i dyskont przy wycenie przedsiębiorstwa.

W przypadku wyceny tego przedsiębiorstwa **nie można zastosować premii (podwyższenie wartości) za tzw. „pakiet kontrolny”**. Wycenie podlega 28,84 % udziałów. Premia za kontrolę to nadwyżka wartości przedsiębiorstwa (kapitału własnego spółki), którą inwestor kapitałowy jest skłonny zapłacić za przejęcie udziału większościowego we własności przedsiębiorstwa. Ponieważ posiadanie udziału większościowego (kontrolnego) wiąże się z określonymi korzyściami dla właściciela przedsiębiorstwa, szczególnie przy wycenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa, należy ustanowić dodatkową korektę z tytułu wyceny pakietu kontrolnego.

Podstawowe korzyści wynikające z posiadania pakietu kontrolnego spółki to:

1. Możliwość wpływu na kluczowe decyzje i kierunki rozwoju przedsiębiorstwa.
2. Możliwość powoływania i odwoływania zarządu i organów nadzorujących oraz ustanawiania ich wynagrodzeń.
3. Możliwość dysponowania majątkiem spółki, wydatkowania środków pieniężnych i zaciągania zobowiązań.
4. Możliwość kreowania zmian w strukturze własnościowej spółki w tym emisja dodatkowych akcji/udziałów czy związane z tym fuzje i przejęcia.
5. Dostęp do kluczowych informacji o działalności podmiotu.

Ze względu na powyższe **autor odstąpił od zastosowania premii z tytułu pakietu kontrolnego.**

Dyskonto za brak płynności kapitału. Wycena przedsiębiorstwa nienotowanego na giełdzie wymaga zastosowania korekty w postaci dyskonta za niepłynność wycenianego podmiotu (lack of marketability discount) jeżeli jest realizowana w oparciu o wskaźniki określone na podstawie spółek, których akcje są notowane na rynku publicznym i mogą być relatywnie szybko upłynnione bez istotnej utraty wartości. Podejście do wysokości dyskonta z tytułu braku płynności polega na oszacowaniu sumy dwóch składników, które naszym zdaniem dają przewagę wartości spółki notowanej nad spółką nienotowaną. Są to:

- Koszt wprowadzenia akcji spółki do obrotu. Koszty oferty publicznej oszacowano jako średnią relację poniesionych kosztów związanych z oferta publiczną, a wartością sprzedanych akcji w ofercie dla spółek wprowadzonych na rynek podstawowy GPW w okresie ostatnich 5 lat.
- Stopa dyskontowa określająca wartość pieniądza w czasie, jako koszt czasu wymaganego do przygotowania oferty publicznej. Jako składniki stopy dyskontowej przyjmuje się stopę wolną od ryzyka na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu, premię za ogólne ryzyko rynku oraz premię za wielkość.

Obydwa wyżej wymienione składniki są określone dla każdej z 4 grup pod względem wielkości kapitalizacji: Spółek dużej kapitalizacji, średniej kapitalizacji, niskiej kapitalizacji i mikro kapitalizacji. Na podstawie sumy kosztów emisji i stopy dyskontowej oszacowana zostaje **premia za płynność** wycenianej spółki, której interpretacja może być rozumiana jako premia, którą jest skłonny zapłacić inwestor nabywający spółkę publiczną (notowaną na giełdzie) ponad cenę takiej samej spółki nie publicznej, nabywanej z zamiarem wprowadzenia na rynek publiczny, gdzie wprowadzenie na rynek notowań giełdowych wymaga poniesienia określonych kosztów i poświęcenia 1 roku czasu przygotowań.

Dyskonto za niepłynność wycenianej spółki zostało określone na podstawie oszacowanej premii z tytułu płynności, wg wzoru:

$$D = 1 - \frac{1}{1 + P}$$

gdzie:

D – dyskonto z tytułu braku płynności

P – Premia za płynność

Zarówno premia z tytułu płynności jak i dyskonto z tytułu braku płynności zostały określone jako poziom korekty procentowej liczonej od ostatecznego wyniku wyceny wartości kapitałów własnych Spółki. **Zgodnie z najbardziej aktualnymi dostępnymi danymi za II kwartał 2023 r, w przypadku tej spółki dyskonto wyniesie 5,60 %**¹

Dyskonto za ryzyko inwestycyjne. Autor zauważa, że z każdą inwestycją wiąże się ryzyko poniesienia straty. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Każde inwestowanie w przedsiębiorstwo oznacza możliwość utraty części lub całości pierwotnie zainwestowanych środków. Przy ocenie skali ryzyka należy uwzględnić prawdopodobieństwo powodzenia inwestycji, a także uwzględnić wszystkie skumulowane czynniki ryzyka, mogące zaszkodzić inwestycji. Czynniki ryzyka można podzielić na wspólne dla całego rynku i specyficzne na danej branży. W wypadku czynników występujących na całym rynku należy się odnieść do panującej w gospodarce koniunktury i dominującego trendu inwestycji prowadzone w szczycie hossy i w warunkach zbliżającej się bessy są obarczone znacznie wyższym poziomem ryzyka, a niżeli inwestycje inicjowane w czasie stabilnego i ugruntowanego wzrostu gospodarczego. Nie bez znaczenia jest także umiejscowienie działalności gospodarczej. Powszechnie uznaje się, iż dojrzałe gospodarki rynkowe za jakie uznaje się w pierwszej kolejności Stany Zjednoczone oraz Europę Zachodnią cechują się niższą stopą ryzyka specyficznego kraju, a niżeli kraje rozwijające się. Członkostwo Polski w Unii Europejskiej w zdecydowany sposób sprzyja zmniejszaniu się poziomu ryzyka gospodarczego specyficznego dla Polski, w odniesieniu do okresu przed akcesją do Unii Europejskiej. Każda z branż jest ponadto obciążona specyficznym dla niej poziomem ryzyka, powiązanego ze zindywidualizowanymi cechami danego rodzaju działalności. Zdaniem biegłego kluczowym dla oceny ryzyka specyficznego inwestycji w działalność usługową związaną z wydawnictwem jest określenie stopnia nasycenia rynku, jego pojemności, sezonowości oraz poziomu konkurencji pomiędzy poszczególnymi graczami na rynku. Duża ilość tego rodzaju podmiotów na rynku wymusza konkurencję cenową między nimi, co niekorzystnie odbija się na poziomach marży z działalności. W wypadku inwestycji w przedsiębiorstwo o zbliżonym charakterze działalności. Ze względu na fakt, iż ostatnie dane finansowe wycenianej spółki są w dacie 31 grudnia 2021 r. i od tego czasu do sporządzenia

¹ <https://financiacraft.pl/wp-content/uploads/2022/04/Premia-za-ryzyko-wielkosci-w-stopie-dyskontowej-2Q2023-1.pdf>

wyceny minęło ponad 21,5 miesiąca, **autor zastosuje dyskonto na poziomie trzykrotności premii za ryzyko tj. – $(6,58 \% \times 3) = 19,74\% ^2$.**

Dyskonto za wielkość przedsiębiorstwa. Wyceniane przedsiębiorstwo jest w myśl art. 105 ustawy o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. 2004 Nr 173 poz. 1807 z późn. zm.) mikro – przedsiębiorstwem. Klasyfikacja przedsiębiorstwa uczestnika w kanonie mikro przedsiębiorstw wynika z faktu, iż z danych udostępnionych biegłemu wynika, że przedsiębiorca osiągnął roczny obrót netto ze sprzedaży towarów, wyrobów i usług oraz operacji finansowych nieprzekraczający równowartości w złotych 2 milionów euro. Autor odnosząc się do poziomu przychodów wykazanych w SF, ustalił, że wartość aktywów przedsiębiorstwa w badanym okresie nie przekroczyła równowartości w złotych 2 milionów euro. Z wielkością przedsiębiorstwa ściśle powiązane jest pojęcie tzw. „bariery wejścia”. Teoria organizacji przedsiębiorstw definiuje ją jako zespół czynników ograniczające podjęcie danego rodzaju działalności gospodarczej, a tym samym wpływających na konkurencję na danym rynku. Za czynniki sprzyjające powstawaniu i narastaniu zjawiska „bariery wejścia” uznaje się w szczególności:

- poziom nakładów kapitałowych na inwestycję;
- skalę planowanego przedsięwzięcia;
- koszty pozyskania odpowiednio wykwalifikowanej kadry pracowniczej;
- koszty związane z efektywnością i kosztami konkurencji na rynku;
- koszty pozyskania zezwoleń, koncesji, licencji i zgód właściwych organów państwowych;
- nasycenie rynku;
- dostęp do kanałów dystrybucji;
- konieczność posiadania „know-how”.

Autor w wypadku przedmiotowego przedsiębiorstwa mającego za cel prowadzenie działalności w postaci robót związanych z budową linii telekomunikacyjnych i elektroenergetycznych określa próg „bariery wejścia” na stosunkowo średni. Kluczowe jest stworzenie i utrzymanie parku maszynowego oraz odpowiedniej kadry. Nasycenie rynku w tej branży jest zauważalne. Na rynku nie występuje monopol naturalny, zachodzi jednak koncentracja mogąca utrudnić wejście na rynek nowemu podmiotowi.

² https://financiacraft.pl/wp-content/uploads/2022/04/Stopa-dyskontowa_premia-za-ryzyko-3Q2022.pdf

Premia z tytułu ryzyka wielkości stosowana w stopie dyskontowej według najnowszej aktualizacji za trzeci kwartał 2022 r. dla najmniejszych podmiotów, spadła do poziomu 7,2%.³ Najnowsza aktualizacja raportu przewiduje premię z tytułu wielkości dla:

- a. mikro przedsiębiorstw, czyli podmiotów o kapitalizacji poniżej 59 mln zł w przedziale 4,7-7,2%,
- b. małych przedsiębiorstw, czyli podmiotów o kapitalizacji 59-400 mln zł w przedziale 3,3-3,8%,
- c. średnich przedsiębiorstw, czyli podmiotów o kapitalizacji 400-1100 mln zł na poziomie 1,4%.

Konkludując autor zastosuje dyskonto na poziomie – 6,00%.

Wyliczenie wartości rynkowej (WR) 100 % udziałów przedsiębiorstwa

wartość przedsiębiorstwa przed korektami	1 126 464,34
dyskonto za brak płynności kapitału (- 5,60%)	63 082,00
dyskonto za ryzyko inwestycyjne (- 19,74%)	222 364,06
dyskonto za wielkość przedsiębiorstwa (-6,00%)	67 587,86
wartość przedsiębiorstwa po korektach	773 430,42

Całkowita wartość rynkowa przedsiębiorstwa (po zastosowanych korektach) - Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), – na dzień sporządzenia wyceny, w oparciu o dane na dzień 31 grudnia 2021 r., wynosi 773 430,42 zł (słownie: siedemset siedemdziesiąt trzy tysiące zł 42/100 gr.).

³ <https://financiacraft.pl/premia-za-ryzyko-wielkosci/>

Wyliczenie wartości rynkowej (WR) 28,84 % udziałów przedsiębiorstwa

$$W_R = W_{p(k)} \times 28,84\%$$

gdzie:

W_R - wartość 28,84% udziałów

$W_{p(k)}$ – wartość przedsiębiorstwa po korektach

$$W_R = 773\,430,42 \text{ zł} \times 28,84\%$$

$$W_R = 223\,029,12 \text{ zł}$$

Wartość rynkowa (WR) 28,84 % udziałów przedsiębiorstwa Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), – na dzień sporządzenia wyceny, w oparciu o dane na dzień 31 grudnia 2021 r., wynosi 223 029,12 zł (słownie: dwieście dwadzieścia trzy tysiące dwadzieścia dziewięć zł 12/100 gr.).

Wyliczenie wartości rynkowej wymuszonej (WRW) 28,84 % udziałów przedsiębiorstwa

Wymuszona wartość rynkowa inaczej zwana wartością dla wymuszonej sprzedaży jest to kwota pieniężna, którą można otrzymać z tytułu sprzedaży udziałów w przypadku, gdy sprzedający działa pod przymusem oraz w czasie, który jest zbyt krótkim, dla spełnienia wymogu odpowiedniego eksponowania przedmiotu sprzedaży na rynku zawartego w definicji wartości rynkowej.

Przy określeniu wartości dla wymuszonej sprzedaży należy wziąć pod uwagę, że zbywca znajduje się w sytuacji przymusowej, co powoduje, że czas eksponowania danego dobra podlegającego sprzedaży na rynku jest zwykle zbyt krótki, aby uzyskać cenę rynkową.” – Krajowe Standardy Wyceny Podstawy Nr 2 *Wartości Inne Niż Wartość Rynkowa*.

Wyceniane udziały mają być przeznaczone do sprzedaży w postępowaniu upadłościowym, zatem nie są spełnione warunki definicji wartości rynkowej.

W przypadku wycenianych udziałów, uwzględniając charakter i ilość tego typu aktywów na rynku, wartość wymuszoną dla sprzedaży w postępowaniu upadłościowym można przyjąć na poziomie 75% oszacowanej wartości rynkowej. Wyliczenie odbędzie się za pomocą wzory zaprezentowanego na stronie następniej.

$$W_{RW} = W_R - W_d$$

gdzie:

W_{RW} - wymuszona wartość rynkowa 28,84% udziałów

W_R - wartość rynkowa 28,84% udziałów

W_d - współczynnik dyskontujący

$$W_{RW} = 223\,029,12 \text{ zł} - 25,00\%$$

$$W_{RW} = 167\,271,84$$

Wartość rynkowa wymuszona (WRW) - 28,84 % udziałów przedsiębiorstwa Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (KRS 0000626346), – na dzień sporządzenia wyceny, w oparciu o dane na dzień 31 grudnia 2021 r., wynosi 167 271,84 zł (słownie: sto sześćdziesiąt siedem tysięcy dwieście siedemdziesiąt jeden zł 84/100 gr.).

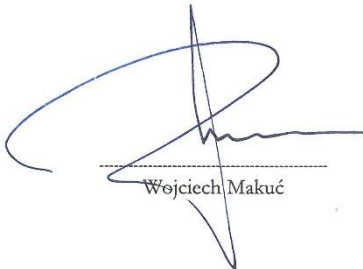
Rozdział 10

Podsumowanie

Wartość rynkowa (WR) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w kapitale zakładowym w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi, a należących do PKS sp. z o.o w upadłości z siedzibą w Kozienicach, (wg danych dostępnych na dzień sporządzenia wyceny) **wynosi 223.029,12 zł** (dwieście dwadzieścia trzy tysiące dwadzieścia dziewięć zł 12/100 gr.)

Wartość rynkowa wymuszona (WRW) 2.659 udziałów stanowiących 28,84 % udziałów w kapitale zakładowym w Fundusz Wsparcia Kreatywności sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi, a należących do PKS sp. z o.o w upadłości z siedzibą w Kozienicach, (wg danych dostępnych na dzień sporządzenia wyceny) **wynosi 167.271,84 zł** (sto sześćdziesiąt siedem tysięcy dwieście siedemdziesiąt jeden zł 84/100 gr.)

Niniejsza opinia zawiera 32 (trzydzieści dwie) numerowane strony oraz 2 załączniki. Opinię sporządzono w trzech jednobrzmiących egzemplarzach, dwa dla syndyka, jeden dla biegłego.



Wojciech Makuć

Załączniki:

1. postanowienie z dnia 25.04.2023, sygn. akt V 72/18.
2. Informacja odpowiadająca odpisowi aktualnemu z rejestru przedsiębiorców.

Sygn. akt V GUp 72/18

POSTANOWIENIE

Dnia 25 kwietnia 2023 roku

Sąd Rejonowy w Radomiu V Wydział Gospodarczy

w następującym składzie :

Przewodniczący : Sędzia Wojciech Lisowski

po rozpoznaniu w dniu 25 kwietnia 2023 roku w Radomiu

na posiedzeniu niejawnym

sprawy upadłości PKS spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w Kozienicach

w przedmiocie odwołania syndyka

postanawia :

- 1.odwołać syndyka masy upadłości Martę Ratuszyńską (nr licencji 612),
- 2.wyznaczyć do czasu prawomocnego zakończenia postępowania w przedmiocie odwołania syndyka tymczasowego syndyka w osobie Tomasza Szadkowskiego (nr licencji 1263),
- 3.z chwilą uprawomocnienia się postanowienia o odwołaniu syndyka Marty Ratuszyńskiej wyznaczyć syndyka w osobie Tomasza Szadkowskiego (nr licencji 1263).



/Na oryginale właściwy podpis/
Za zgodność z oryginałem świadczy

Radom, dnia 2023 -04- 25

Sekretarz

Uzasadnienie

Zarządzeniem z dnia 25 lutego 2023 roku Sędzia komisarz przedłożył akta Sądowi celem rozważenia możliwości odwołania syndyka z powodu nienależytego pełnienia swoich obowiązków. Sędzia komisarz opisał podejmowane wobec syndyka czynności oraz związane z nimi zaniedbania (k. 1186). Dnia 16 marca 2023 roku, Sąd określił syndykowi 7-dniowy termin na złożenie wyjaśnień (k. 1186 v), lecz Marta Ratuszyńska nie odebrała korespondencji sądowej i nie złożyła żadnych wyjaśnień.

Sąd ustalił następujący stan faktyczny:

Postanowieniem z dnia 25 lipca 2018 roku została ogłoszona upadłość PKS spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w Kozienicach. Na syndyka została wyznaczona Marta Ratuszyńska (okoliczność bezsporna). Dnia 5 grudnia 2022 roku, Sędzia Komisarz dokonał upomnienia Marty Ratuszyńskiej za niezłożenie wyjaśnień dotyczących stopnia zaawansowania likwidacji masy upadłości (k. 1145). Jednocześnie zobowiązał syndyka masy upadłości PKS spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w Kozienicach – Martę Ratuszyńską do wykonania w terminie 3 dni zarządzenia sędziego komisarza z dnia 27 października 2022 roku pod rygorem zastosowania kolejnych środków dyscyplinujących. W dniu 3 stycznia 2023 roku Sędzia komisarz nałożył na Martę Ratuszyńską grzywnę w kwocie 3.000 złotych, bowiem pomimo zastosowanych sankcji, syndyk w dalszym ciągu nie wykonywał ciężących na nim obowiązków (k. 1147).

Sąd zważył, co następuje:

Zgodnie z art. 170 ust. 1 prawa upadłościowego (dalej p.u.), sąd odwołuje syndyka w przypadku rażącego uchybienia lub braku poprawy w wykonywaniu swoich obowiązków mimo nałożonej grzywny lub w przypadku niewykonania obowiązków, o których mowa w art. 156 ust. 4 lub art. 157a ust. 4 p.u., mimo wezwania do ich spełnienia w terminie tygodnia. Z uwagi na cel postępowania upadłościowego oraz rolę, jaką pełni w nim syndyk, należy także przyjąć, iż wymienione wyżej podstawy do odwołania syndyka istnieją również wtedy, gdy syndyk działa nieefektywnie, przez np. niczym nieuzasadnione zwiększenie kosztów postępowania czy też podejmowanie czynności, które są wprawdzie prawnie dozwolone, ale uniemożliwiają optymalne wykorzystanie majątku upadłego w celu zaspokojenia wierzycieli. Takie działanie uniemożliwia osiągnięcie celu postępowania upadłościowego, jakim jest zaspokojenie wierzycieli w jak najwyższym stopniu, w możliwie jak najszybszym czasie. Trudno więc takie działanie nazwać należywym pełnieniem obowiązków (tak F. Zedler [w:] A. Jakubecki, F. Zedler, Prawo upadłościowe i naprawcze. Komentarz, Warszawa 2011, s. 417).

Jak wynika z ustalonego stanu faktycznego postępowanie syndyka świadczy o zaniechaniu obowiązków wynikających z przepisów Prawa upadłościowego. Po pierwsze, syndyk nie złożył wyjaśnień dotyczących stopnia zaawansowania likwidacji masy upadłości. Fakt opóźnienia w likwidacji masy upadłości obciąża syndyka, szczególnie wobec braku jakichkolwiek wyjaśnień, pomimo nałożonego zobowiązania przez Sędziego Komisarza. Tego rodzaju zachowanie uznać należy za naganne zachowanie syndyka. Po wtóre, pomimo

udzielonego upomnienia, syndyk nadal nie wypełniał ciążących na nim obowiązków, nie składając żądanych wyjaśnień, jak i dopuszczając się uchybień w zakresie terminowego składania sprawozdań rachunkowych. Wreszcie po trzecie, pomimo zastosowania środków dyscyplinujących, w tym grzywny w kwocie 3.000 złotych, syndyk nadal pozostaje bierny w swoim działaniu, nie odbierając nawet kierowanej do niego korespondencji sądowej. Wymaga podkreślenia, iż syndyk zobowiązany jest dokonywać wszelkich czynności, biorąc pod uwagę zasadę optymalizacji postępowania upadłościowego wyrażoną w art. 2 p.u. Zasada optymalizacji postępowania upadłościowego wymaga, aby syndyk dokonywał wszelkich czynności z należytą starannością, zgodnie z przepisami Prawa upadłościowego, szybko i efektywnie. Całokształt zachowania syndyka, zdaniem Sądu, uzasadnia zastosowanie najdotkliwszej sankcji w postaci odwołania z pełnionej funkcji. Tym bardziej, że poprzednio stosowane wobec syndyka środki dyscyplinujące nie przyniosły oczekiwanego rezultatu.

Z uwagi na powyższe na podstawie art. 170 ust. 1 p.u. Sąd postanowił jak w pkt 1 sentencji postanowienia. W pkt 2 niniejszego postanowienia sąd - na podstawie art. 172 ust. 2 p.u. - do czasu prawomocnego rozstrzygnięcia w przedmiocie odwołania syndyka, tzn. do czasu uprawomocnienia się postanowienia o odwołaniu syndyka, ustanowił tymczasowego syndyka, który następnie obejmie obowiązki syndyka w sprawie.



/Na oryginale właściwy podpis/

Za zgodność z oryginałem świadczy

Radom, dnia 2023-04-25

Sekretarz

Kancelaria Doradcy Restrukturyzacyjnego
Tomasza Szadkowskiego

dnia 2023 -05- 04

WPLYNĘŁO



Wydruk informacji pobranej w trybie art. 4 ust. 4aa ustawy z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym, posiada moc dokumentu wydawanego przez Centralną Informację, nie wymaga podpisu i pieczęci.

CENTRALNA INFORMACJA KRAJOWEGO REJESTRU SĄDOWEGO

KRAJOWY REJESTR SĄDOWY

Stan na dzień 13.10.2023 godz. 10:30:16

Numer KRS: 0000626346**Informacja odpowiadająca odpisowi aktualnemu
Z REJESTRU PRZEDSIĘBIORCÓW**

Data rejestracji w Krajowym Rejestrze Sądowym		30.06.2016		
Ostatni wpis	Numer wpisu	21	Data dokonania wpisu	30.06.2022
	Sygnatura akt	RDF/397589/22/47		
	Oznaczenie sądu	SYSTEM		

Dział 1

Rubryka 1 - Dane podmiotu	
1.Oznaczenie formy prawnej	SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
2.Numer REGON/NIP	REGON: 364828292, NIP: 7252138090
3.Firma, pod którą spółka działa	"FUNDUSZ WSPARCIA KREATYWNOŚCI" SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
4.Dane o wcześniejszej rejestracji	-----
5.Czy przedsiębiorca prowadzi działalność gospodarczą z innymi podmiotami na podstawie umowy spółki cywilnej?	NIE
6.Czy podmiot posiada status organizacji pożytku publicznego?	NIE

Rubryka 2 - Siedziba i adres podmiotu	
1.Siedziba	kraj POLSKA, woj. ŁÓDZKIE, powiat ŁÓDŹ, gmina ŁÓDŹ, miejsc. ŁÓDŹ
2.Adres	ul. REWOLUCJI 1905 R., nr 52, lok. ---, miejsc. ŁÓDŹ, kod 90-213, poczta ŁÓDŹ, kraj POLSKA
3.Adres poczty elektronicznej	-----
4.Adres strony internetowej	-----

Rubryka 3 - Oddziały	
Brak wpisów	

Rubryka 4 - Informacje o umowie		
1.Informacja o zawarciu lub zmianach umowy spółki	1	20.05.2016 R. NOTARIUSZ ANNA WYPIORCZYK,KANCELARIA NOTARIALNA W ŁODZI, REP. A NR 2022/2016.
	2	23.11.2017 R. NOTARIUSZ ANNA WYPIORCZYK KANCELARIA NOTARIALNA W ŁODZI REP. A NR 5381/2017, ZMIENIONO JEDNOSTKI REDAKCYJNE UMOWY SPÓŁKI: § 8

Rubryka 5

1.Czas, na jaki została utworzona spółka	NIEOZNACZONY
2.Oznaczenie pisma innego niż Monitor Sądowy i Gospodarczy, przeznaczonego do ogłoszeń spółki	-----
3.Wspólnik może mieć:	WIĘKSZĄ LICZBĘ UDZIAŁÓW
4.Czy statut przyznaje uprawnienia osobiste określonym akcjonariuszom lub tytuły uczestnictwa w dochodach lub majątku spółki nie wynikających z akcji?	*****
5.Czy obligatoriusze mają prawo do udziałów w zysku?	*****

Rubryka 6 - Sposób powstania spółki

Brak wpisów

Rubryka 7 - Dane wspólników

1	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	ZAKŁADY NAPRAWCZE TABORU KOLEJOWEGO - RADOM SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
	2.Imiona	*****
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	672021846
	4.Numer KRS	0000051185
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	2055 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 205.500,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
2	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	"MOLO" SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
	2.Imiona	*****
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	472412323
	4.Numer KRS	0000124516
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	1173 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 117.300,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
3	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	"PKS" SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
	2.Imiona	*****
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	672756097
	4.Numer KRS	0000074420
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	2659 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 265.900,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
4	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	AKADEMIA HUMANISTYCZNO-EKONOMICZNA
	2.Imiona	*****

	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	470810663
	4.Numer KRS	-----
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	537 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 53.700,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
5	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	"ARMADA CAPITAL" SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
	2.Imiona	*****
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	100238017
	4.Numer KRS	0000261593
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	13 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 1.300,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
6	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	"RENOMA" SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
	2.Imiona	*****
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	472278296
	4.Numer KRS	0000104772
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	30 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 3.000,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
7	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	WYŻSZA SZKOŁA PRZEDSIĘBIORCZOŚCI I ADMINISTRACJI
	2.Imiona	*****
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	430977957
	4.Numer KRS	-----
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	1643 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 164.300,00 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE
8	1.Nazwisko / Nazwa lub firma	STASIAK
	2.Imiona	MAKARY KRZYSZTOF
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	47102303710, -----
	4.Numer KRS	*****
	5.Posiadane przez wspólnika udziały	1000 UDZIAŁÓW O ŁĄCZNEJ WARTOŚCI 10000 ZŁ
	6.Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki?	NIE

Rubryka 8 - Kapitał spółki

1.Wysokość kapitału zakładowego	922 100,00 ZŁ
Podrubryka 1	
Informacja o wniesieniu aportu	
Brak wpisów	

Rubryka 9 - Nie dotyczy

Brak wpisów

Rubryka 10 - Nie dotyczy

Brak wpisów

Rubryka 11 - Nie dotyczy

Brak wpisów

Rubryka 12 - Wzmianka o uczestnictwie w grupie spółek

Brak wpisów

Dział 2

Rubryka 1 - Organ uprawniony do reprezentacji podmiotu

1.Nazwa organu uprawnionego do reprezentowania podmiotu	ZARZĄD
2.Sposób reprezentacji podmiotu	JEŻELI ZARZĄD JEST WIELOOSOBOWY SPÓŁKĘ REPREZENTUJE DWÓCH CZŁONKÓW ZARZĄDU DZIAŁAJĄCYCH ŁĄCZNIE LUB JEDEN CZŁONEK ZARZĄDU DZIAŁAJĄCY ŁĄCZNIE Z PROKURENTEM.

Podrubryka 1

Dane osób wchodzących w skład organu

1	1.Nazwisko / Nazwa lub Firma	MAZUREK
	2.Imiona	MARTYNA
	3.Numer PESEL/REGON lub data urodzenia	88060115740, -----
	4.Numer KRS	****
	5.Funkcja w organie reprezentującym	PREZES ZARZĄDU
	6.Czy osoba wchodząca w skład zarządu została zawieszona w czynnościach?	NIE
	7.Data do jakiej została zawieszona	-----

Rubryka 2 - Organ nadzoru

Brak wpisów

Rubryka 3 - Prokurenci

Brak wpisów

Dział 3

Rubryka 1 - Przedmiot działalności

1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy	1	64, 92, Z, POZOSTAŁE FORMY UDZIELANIA KREDYTÓW
---	---	--

2.Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy	1	64, 99, Z, POZOSTAŁA FINANSOWA DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANA, Z WYŁĄCZENIEM UBEZPIECZEŃ I FUNDUSZÓW EMERYTALNYCH
	2	68, 20, Z, WYNAJEM I ZARZĄDZANIE NIERUCHOMOŚCIAMI WŁASNYMI LUB DZIERŻAWIONYMI
	3	68, 31, Z, POŚREDNICTWO W OBROTCIE NIERUCHOMOŚCIAMI
	4	68, 32, Z, ZARZĄDZANIE NIERUCHOMOŚCIAMI WYKONYWANE NA ZLECENIE
	5	69, 20, Z, DZIAŁALNOŚĆ RACHUNKOWO-KSIĘGOWA; DORADZTWO PODATKOWE
	6	70, 22, Z, POZOSTAŁE DORADZTWO W ZAKRESIE PROWADZENIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ I ZARZĄDZANIA
	7	72, 19, Z, BADANIA NAUKOWE I PRACE ROZWOJOWE W DZIEDZINIE POZOSTAŁYCH NAUK PRZYRODNICZYCH I TECHNICZNYCH
	8	70, 10, Z, DZIAŁALNOŚĆ FIRM CENTRALNYCH (HEAD OFFICES) I HOLDINGÓW, Z WYŁĄCZENIEM HOLDINGÓW FINANSOWYCH
	9	74, 90, Z, POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ PROFESJONALNA, NAUKOWA I TECHNICZNA, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANA

Rubryka 2 - Wzmianki o złożonych dokumentach

Rodzaj dokumentu	Nr kolejny w polu	Data złożenia	Za okres od do
1.Wzmianka o złożeniu rocznego sprawozdania finansowego	1	19.07.2017	OD 20.05.2016 DO 31.12.2016
	2	19.07.2018	OD 01.01.2017 DO 31.12.2017
	3	05.08.2019	OD 01.01.2018 DO 31.12.2018
	4	14.08.2020	OD 01.01.2019 DO 31.12.2019
	5	07.12.2021	OD 01.01.2020 DO 31.12.2020
	6	30.06.2022	OD 01.01.2021 DO 31.12.2021
3.Wzmianka o złożeniu uchwały lub postanowienia o zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego	1	*****	OD 20.05.2016 DO 31.12.2016
	2	*****	OD 01.01.2017 DO 31.12.2017
	3	*****	OD 01.01.2018 DO 31.12.2018
	4	*****	OD 01.01.2019 DO 31.12.2019
	5	*****	OD 01.01.2020 DO 31.12.2020
	6	*****	OD 01.01.2021 DO 31.12.2021
4.Wzmianka o złożeniu sprawozdania z działalności podmiotu	1	*****	OD 20.05.2016 DO 31.12.2016
	2	*****	OD 01.01.2017 DO 31.12.2017
	3	*****	OD 01.01.2018 DO 31.12.2018
	4	*****	OD 01.01.2019 DO 31.12.2019
	5	*****	OD 01.01.2020 DO 31.12.2020
	6	*****	OD 01.01.2021 DO 31.12.2021

Rubryka 3 - Sprawozdania grupy kapitałowej

Brak wpisów

Rubryka 4 - Przedmiot działalności statutowej organizacji pożytku publicznego

Brak wpisów

Rubryka 5 - Informacja o dniu kończącym rok obrotowy	
1. Dzień kończący pierwszy rok obrotowy, za który należy złożyć sprawozdanie finansowe	31.12.2016

Dział 4

Rubryka 1 - Zaległości
Brak wpisów

Rubryka 2 - Wierzytelności
Brak wpisów

Rubryka 3 - Informacje o oddaleniu wniosku o ogłoszenie upadłości na podstawie art. 13 ustawy z 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe albo o zabezpieczeniu majątku dłużnika w postępowaniu w przedmiocie ogłoszenia upadłości albo w postępowaniu restrukturyzacyjnym albo po prawomocnym umorzeniu postępowania restrukturyzacyjnego
Brak wpisów

Rubryka 4 - Umorzenie prowadzonej przeciwko podmiotowi egzekucji z uwagi na fakt, że z egzekucji nie uzyska się sumy wyższej od kosztów egzekucyjnych
Brak wpisów

Dział 5

Rubryka 1 - Kurator
Brak wpisów

Dział 6

Rubryka 1 - Likwidacja
Brak wpisów

Rubryka 2 - Informacje o rozwiązaniu lub unieważnieniu spółki
Brak wpisów

Rubryka 3 - Nie dotyczy
Brak wpisów

Rubryka 4 - Informacja o połączeniu, podziale lub przekształceniu
Brak wpisów

Rubryka 5 - Informacja o postępowaniu upadłościowym
Brak wpisów

Rubryka 6 - Informacja o postępowaniu układowym

Brak wpisów

Rubryka 7 - Informacje o postępowaniach restrukturyzacyjnych, o postępowaniu naprawczym lub o przymusowej restrukturyzacji

Brak wpisów

Rubryka 8 - Informacja o zawieszeniu działalności gospodarczej

Brak wpisów

data sporządzenia wydruku 13.10.2023

adres strony internetowej, na której są dostępne informacje z rejestru: ekrs.ms.gov.pl