

OPIS I OSZACOWANIE

przedsiębiorstwa upadłego „ST INVESTMENTS” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Stargardzie z wyłączeniem składników majątkowych niepodlegających sprzedaży w ramach całego przedsiębiorstwa

Sporządził:

Szczecin, 12 sierpnia 2020 r.

OPIS I OSZACOWANIE PRZEDSIĘBIORSTWA UPADŁEGO Z WYŁĄCZENIEM SKŁADNIKÓW NIEPODLEGAJĄCYCH SPRZEDAŻY W RAMACH CAŁEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Wyciąg z Opisu i oszacowania

Zgodnie ze zleceniem otrzymanym od Syndyka Masy Upadłości „ST INVESTMENTS” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Stargardzie (dalej: Upadły) rzeczoznawca sporządził niniejszy Opis i oszacowanie przedsiębiorstwa „ST INVESTMENTS” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa w upadłości z wyłączeniem składników niepodlegających sprzedaży w ramach całego przedsiębiorstwa. (dalej: Przedsiębiorstwo z wyłączeniami) Niniejsze opracowanie obejmuje majątek przedsiębiorstwa Upadłego z wyłączeniem następujących składników:

- Należności
- Środków pieniężnych
- Ruchomości w postaci pojazdów
- Ruchomości w postaci wyposażenia apartamentów
- Rozliczeń międzyokresowych krótkoterminowych
- Rozliczeń międzyokresowych długoterminowych
- Ewentualnych wierzytelności z tytułu nadpłaty podatków
- Wierzytelności powstałych po dniu ogłoszenia upadłości
- Ksiąg i dokumentów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Powyższe wyłączenia w żadnej mierze nie powodują, iż pozostałe składniki przedsiębiorstwa upadłego objęte Opiszem i oszacowaniem utraciłyby cechy przedsiębiorstwa określone w art. 55¹ Kodeksu cywilnego.

Szczegóły zlecenia oraz przedmiot opinii znajdują się w kolejnej części opracowania.

Rzeczoznawca w celu sporządzenia opinii wykorzystał opracowania dotyczące majątku wchodzącego w skład zorganizowanej części przedsiębiorstwa w postaci:

- „Wycena majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 16.04.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michała Wardyn
- „Uzupełniająca wycena majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. K w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 21.07.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michała Wardyn

- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46B/A.1.1” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.1” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.2” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.3” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A/A.2.7” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A/A.3.7” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46D/D.1.4” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46D/D.1.5” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.23” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.24” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.25” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.26” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy udziałów w nieruchomości lokalowej niemieszkalnej, hali garażowej, położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.17” z dnia 15.05.2020r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik

Z uwagi na specyfikę przedmiotu wyceny w niniejszym Opisie i oszacowaniu, rzeczoznawca zaprezentował oszacowanie w jedynym możliwym do zastosowania obecnie podejściu, tj. majątkowym co obrazuje poniższa Tabela 1.

Tabela 1. Zestawienie podsumowujące oszacowanie wartości przedsiębiorstwa upadłego „ST INVESTMENTS” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Stargardzie z wyłączeniem składników majątkowych niepodlegających sprzedaży w ramach całego przedsiębiorstwa

Podejście do wyceny	Metoda wyceny	Oszacowana wartość
Majątkowe	Skorygowanych aktywów netto	15.410.720,28

Rzeczoznawca wskazuje, iż wartość rynkowa przedsiębiorstwa upadłego „ST INVESTMENTS” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Stargardzie z wyłączeniem składników majątkowych niepodlegających sprzedaży w ramach całego przedsiębiorstwa wynosi 15.410.720,28 złotych.

I. Opis przedsiębiorstwa upadłego

Historia rynkowa Upadłego sięga roku 2008 r., kiedy to spółka została zawiązaną na mocy aktu notarialnego Rep. A nr 2796/2008 z dnia 01.04.2008 r., sporządzonego przez Asesora Notarialnego Katarzynę Mikołajczyk - Mateja w zastępstwie Notariusz Marzeny Mikołajczyk w Kancelarii Notarialnej w Szczecinie.

W dniu 14.04.2008 r. dokonano wpisu do rejestru KRS pod numerem KRS:0000303633. Jako siedzibę wskazano wówczas ul. Borsucza 2D, 70-887 Szczecin. Spółce nadano REGON:320510992 oraz NIP:9552229900. W momencie wpisu do KRS współnikami Spółki byli:

1. ST Investments spółka z ograniczoną odpowiedzialnością regon 320479911, KRS 0000295440.
2. TOKARSKI JACEK MARIA – komandytariusz - wysokość sumy komandytowej 10.000,00 zł. Wartość wkładu umówionego -10.000,00 zł. Wartość wkładu wniesionego 10.000,00 zł.
3. STĘPA KRZYSZTOF – komandytariusz - wysokość sumy komandytowej 10.000,00 zł. Wartość wkładu umówionego -10.000,00 zł. Wartość wkładu wniesionego 10.000,00 zł.
4. JASTRZĘBSKA EWA MAŁGORZATA – komandytariusz - wysokość sumy komandytowej 3.000,00 zł. Wartość wkładu umówionego - 3.000,00 zł. Wartość wkładu wniesionego 3.000,00 zł.
5. STĘPA MARCIN TOMASZ –komandytariusz-wysokość sumy komandytowej 3.000,00 zł. Wartość wkładu umówionego - 3.000,00 zł. Wartość wkładu wniesionego 3.000,00 zł.

Prawo reprezentowania spółki przysługiwało jedynie wspólnikowi odpowiadającemu bez ograniczeń, tj. komplementariuszowi - ST Investments spółce

z ograniczoną odpowiedzialnością reprezentowaną przez uprawnionych do jednoosobowej reprezentacji członków jej zarządu w osobach Jacka Marii Tokarskiego i Krzysztofa Stępy. W momencie wpisywania podmiotu do KRS przedmiot działalności zgodnie z klasyfikacją PKD kształtował się następująco.

Tabela 2. Przedmiot działalności w momencie dokonywania wpisu do KRS

Przedmiot działalności
41 Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków
43 Roboty budowlane specjalistyczne
46 Handel hurtowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi
47 Handel detaliczny, z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi
55 10 Hotele i podobne obiekty zakwaterowania
56 Działalność usługowa związana z żywnością
64 9 Pozostała finansowa działalność usługowa, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych
66 19 Z Pozostała działalność wspomagająca usługi finansowe, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych
68 Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości
70 22 Z Pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania
96 04 Z Działalność usługowa związana z poprawą kondycji fizycznej
93 29 Z Pozostała działalność rozrywkowa i rekreacyjna

Aktem Notarialnym sporządzonym dnia 29.09.2008 r. przez Notariusz Marzenę Mikołajczyk w Kancelarii Notarialnej w Szczecinie, Repertorium A nr 7838/2008. zmieniono: § 9 Umowy Spółki.

W dniu 26.01.2009 r. dokonano wpisu do rejestru KRS na mocy którego zmodyfikowanego w rubryce dane wspólników dla pozycji:

1. Tokarski Jacek Maria wykreślono wartość wkładu umówionego w kwocie 10.000,00 zł, a wpisano wkładu umówionego w kwocie 2.648.000 zł. Wartość wkładu niepieniężnego wniesionego wynosi 2.638.000 zł.
2. Stępa Krzysztof wykreślono - wartość wkładu umówionego w wysokości 10.000,00 zł, a wpisano wartość wkładu umówionego niepieniężnego w wysokości - 2.298.000 zł. Wartość wkładu wniesionego wynosi 2.288.000 zł.
3. Stępa Marcin Tomasz wykreślono wartość wkładu umówionego w wysokości 3.000,00 zł, a wpisano wysokość 353.000 zł. Wartość wkładu wniesionego wynosi 350.000 zł.

W dniu 21.10.2011 r. dokonano wpisu do rejestru KRS zmieniającego adres siedziby Spółki na ulicę Lotników 51, 73-102 Stargard Szczeciński. Wpisano także informację, iż zgodnie z Aktem Notarialnym z dnia 01.12.2010 r. sporządzonym przez Notariusz Elżbietę Sławińską w Kancelarii Notarialnej w Stargardzie Szczecińskim, REP. A NR 7586/2010 zmianie uległ § 9 Umowy Spółki. Aktem Notarialnym z dnia 30 grudnia 2010 r. sporządzonym przez Notariusz Elżbietę Sławińską w Kancelarii Notarialnej w Stargardzie Szczecińskim, REP. A NR 8205/2010. zmianie uległ: § 3, § 9 i § 11 ust. 1 Umowy Spółki.

W rubryce dane wspólników dla pozycji:

1. TOKARSKI JACEK MARIA wykreślono wartość wkładu umówionego w wysokości 2.648.000 zł, a wpisano wartość wkładu umówionego w wysokości 4.448.000 zł. Wartość wkładu wniesionego wynosi 1.800.000 zł.

2. STĘPA KRZYSZTOF wykreślono wartość wkładu umówionego 2.298.000 zł, a wpisano wartość wkładu umówionego w wysokości 7.424.000 zł. Wartość wkładu wniesionego wynosi 5.126.000 zł.

3. JASTRZĘBSKA EWA MAŁGORZATA wykreślono wartość wkładu umówionego 3.000,00 zł, a wpisano 3.329.000 zł. Wartość wkładu wniesionego wynosi 3.326.000 zł.

W dniu 02.08.2016 r. dokonano wpisu do rejestru odnośnie zmiany siedziby Spółki, która mieściła się pod adresem ul. Gdańska 4, 73-110 Stargard.

W dniu 30.03.2018 r. dokonano wpisu do rejestru KRS informującego, iż Aktem Notarialnym z dnia 31 maja 2017 r., Rep. A Nr 2668/2017, sporządzonym przez Notariusz Gabrielę Graboń-Grześkowiak w Kancelarii Notarialnej w Szczecinie nastąpiła zmiana: §1, §8, §9 Ust.5, §11 Umowy Spółki.

W rubryce dane wspólników wykreślono wspólnika STĘPA MARCIN TOMASZ – komandytariusz. Wysokość sumy komandytowej 3.000,00 zł. Wartość wkładu umówionego to 353.000 zł. Wartość wkładu wniesionego to 3.000,00 zł.

Wpisano wspólnika GARCZYŃSKA MAGDALENA MARTA – komandytariusz, wysokość sumy komandytowej to 3.000,00 zł, wartość wkładu umówionego wynosi 353.000,00 zł.

Zmodyfikowano także zakres działalności Spółki zgodnie z aktualną klasyfikacją PKD, gdyż wykreślono cały dotychczasowy katalog zastępując go poniższym, pozostającym aktualnym do dziś.

Tabela 3. Przedmiot działalności od dnia 30.03.2018 r.

KOD PKD	PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI
41 20 Z	Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków mieszkalnych i niemieskalnych
68 10 Z	Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek
68 20 Z	Wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi
68 31 Z	Pośrednictwo w obrocie nieruchomościami
68 32 Z	Zarządzanie nieruchomościami wykonywane na zlecenie
55 10 Z	Hotele i podobne obiekty zakwaterowania
56 10 A	Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne
56 30 Z	Przygotowywanie i podawanie napojów
93 29 Z	Pozostała działalność rozrywkowa i rekreacyjna
64 99 Z	Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych.

W dniu 11.03.2019 r. dokonano wpisu do rejestru KRS zmieniającego dotychczasowy adres siedziby Spółki na ul. 11 Listopada 37/17, 73-110 Stargard.

Na mocy postanowienia Sądu Rejonowego Szczecin – Centrum w Szczecinie XIII Wydział Gospodarczy z dnia 05.11.2019 r. ustanowiono zabezpieczenie majątku

Dłużnika poprzez ustanowienie Tymczasowego Nadzorcy Sądowego w osobie p. Macieja Kasprzyka.

Postanowieniem Sądu Rejonowego Szczecin – Centrum w Szczecinie XII Wydział Gospodarczy z dnia 03.03.2020 r. w stosunku do Dłużnika ogłoszona została upadłość, na Syndyka Masy Upadłości wyznaczono p. Macieja Kasprzyka.

Upadły prowadził działalność deweloperską oraz działalność na płaszczyźnie kompleksowego wynajmu apartamentów oraz usługi całoroczne hotelowe, restauracji, SPA, Wellnes i inne w obiekcie Baltic Cliff I Niechorze nad morzem Bałtyckim w Niechorzu.

Hotel Baltic Cliff Apartments Spa & Wellness, znajduje się przy ul. Klifowa 46, 72-350 Niechorze, Polska, Tel. +48 532 289 940, Fax. +48 91 506 56 01, E-mail. recepca@balticcliff.pl, Dane GPS hotelu: N 54° 5' 35.0556, E 15° 3' 57.4668

Istniejący obiekt Baltic Cliff I udostępnienia usługi SPA & Wellness, 6 gabinetów kosmetycznych, sal konferencyjnych, bawialni, placu zabaw, restauracji, kawiarni, patio, basenu, sauny mokre, suche, grota lodowa, jacuzzi, tepidarium i inne usługi całoroczne dla kolejnych projektów budowy apartamentowców na sąsiedniej działce. Dodatkowo spółka posiada obecnie 8 własnych apartamentów oraz lokale usługowe Wellness & SPA w obiekcie funkcjonującym od 5 lat o łącznej powierzchni ok. 2200m² co stanowi 37% łącznej pow. lokalowej + 288 pow. garażowej.

Inwestycja Baltic Cliff I jest zakończona, wybudowany został obiekt 90 apartamentów oraz duże zaplecze usługowe, apartamenty sprzedane, obiekt funkcjonuje w całorocznym wynajmie od ponad 5 lat. Wynajem apartamentów prowadzi spółka ST Investments. Obiekt usługowy, całoroczny apartamentowiec z usługami SPA & Wellness, restauracja, kawiarnia, sale konferencyjne, basen. Standard **** hotelu. Spółka posiada na własność lokale (wraz z powierzchnią przynależną) o powierzchni łącznej 2448,26m², co stanowi 37% udziału w całym obiekcie.

Hotel otwarcie w 2015 roku, znany również jako:

- Niechorze - Baltic Cliff Apartments Spa & Wellness,
- Baltic Cliff Apartments Spawellness,
- Baltic Cliff Apartments Spa&wellness.

Opis hotelu Baltic Cliff Apartments Spa & Wellness

Kategoria lokalna - 4 gwiazdki.

Położenie:

- ok. 300 m od piaszczystej plaży,
- ok. 1 km od centrum miasta,
- ok. 200 m od Muzeum Figur Woskowych,
- ok. 350 m od Parku Miniatur Latarni Morskich,
- ok. 500 m od przystanku autobusowego.

Do dyspozycji gości:

- recepcja 24 h,

- restauracja,
- kawiarnia,
- taras na dachu,
- strefa spa składająca się z basenu krytego ze słodką wodą, jacuzzi, sauna fińska, sauna parowa, grota śnieżna (ręczniki gratis),
- pokój relaksacyjny,
- pokój gier i zabaw dla dzieci,
- plac zabaw,
- łóżeczka dla dzieci: za opłatą ok. 25 zł/dzień, na zapytanie
- menu dla niemowląt (za dodatkową opłatą) i dzieci,
- menu dietetyczne, bez laktozy i organiczne (za dodatkową opłatą),
- wysokie krzeselka dla dzieci w restauracji,
- masaże, zabiegi kosmetyczne (za opłatą zgodnie z cennikiem),
- pośrednictwo przy rezerwacji wycieczek fakultatywnych.

Wyposażenie:

- Wi-Fi (w całym hotelu, w cenie)
- sejf,
- parking (strzeżony, płatny ok. 25 zł/dzień)
- garaż (płatny).

Liczba pokoi - 86

Dodatkowe informacje:

- zakwaterowanie od 16.00 " wykwaterowanie do 11.00,
- taksa klimatyczna (płatna na miejscu ok. 2 zł/os./dzień),
- hotel akceptuje zwierzęta domowe (psy; wymagana rezerwacja, płatne ok. 53 zł/dzień),

Pokoje

- 1- 2 pokojowe apartamenty (1-4 os.) z balkonem lub tarasem, wanna lub prysznic, WC, suszarka do włosów, kapcie, TV, telefon, Wi-Fi (w cenie), aneks kuchenny, lodówka, czajnik elektryczny, naczynia itp.

Wyżywienie

- dwa posiłki tj. śniadanie (8.00-11.00, w formie bufetu), kolacja (w formie bufetu)¹.

Rzeczoznawca poniżej dokona opisu upadłego przedsiębiorstwa:

1/ firma:	ST INVESTMETNS
2/ forma prawna podmiotu:	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa,
3/ siedziba:	ul. 11 Listopada 37/17, 73-110 Stargard (woj. zachodniopomorskie),
4/ NIP:	9552229900,

¹<https://www.fostertravel.pl/hotele/polska/pomorze-zachodnie/niechorze/baltic-cliff-apartments-spa-wellness/#opis>

5/ KRS: 0000303633,
6/ REGON: 320510992
7/ przedmiot działalności zgodnie z PKD 2007:

KOD PKD	PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI
41 20 Z	Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków mieszkalnych i niemieskalnych
68 10 Z	Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek
68 20 Z	Wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi
68 31 Z	Pośrednictwo w obrocie nieruchomościami
68 32 Z	Zarządzanie nieruchomościami wykonywane na zlecenie
55 10 Z	Hotele i podobne obiekty zakwaterowania
56 10 A	Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne
56 30 Z	Przygotowywanie i podawanie napojów
93 29 Z	Pozostała działalność rozrywkowa i rekreacyjna
64 99 Z	Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych.

8/ nieruchomości wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami), ich obszar oraz oznaczenie księgi wieczystej lub zbioru dokumentów:

Lp.	Lokal	Status lokalu	KW	Uwagi	Powierzchnia użytkowa	Powierzchnia przynależna
1	46A/2.7	wyodrębniony	SZ1G/00047653/4		53,08	
2	46A/3.7	wyodrębniony	SZ1G/00047654/1		51,12	
3	46D/1.4	wyodrębniony	SZ1G/00047655/8		32,37	
4	46D/1.5	wyodrębniony	SZ1G/00047656/5		32,39	
5	46A-D/G.23	wyodrębniony	SZ1G/00048030/8		27,17	
6	46A-D/G.24	wyodrębniony	SZ1G/00048031/5		26,5	
7	46A-D/G.25	wyodrębniony	SZ1G/00048032/2		27,02	
8	46A-D/G.26	wyodrębniony	SZ1G/00048033/9		26,66	
9	46A-D/G.1 BASEN I SPA*	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		782,11	218,23
10	46A-D/G.2 RESTAURACJA*	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		652,13	21,99
11	46A-D/G.3 WENTYLATOROWANIA*	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		48,07	
12	46A-D/A.1.1 KAWIARNIA I RECEPCJA*	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		230,34	
13	46A-D/G.17 HALA GARAŻOWA	wyodrębniony	SZ1G/00043953/9	Udział 12/60	258,52	
SUMA					2.247,48	240,22
					2.487,70	

**Powyższe nieruchomości lokalowe nie posiadają urzędzonych ksiąg wieczystych, znajdują się one w budynku posadowionym na działce ewidencyjnej nr 23/2 o powierzchni 0,5062 ha z obrębu ewidencyjnego Niechorze objętej księgą wieczystą KW SZ1G/00011556/3.*

9/ ruchomości:

W skład wycenianego przedsiębiorstwa wchodzi kompleksowe wyposażenie obiektu BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS, w ilości 1.268 pozycji spisowych.

Jak wynika z „Wyceny majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 16.04.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michał Wardyn łączna wartość oszacowania wskazanych 1.194 pozycji spisowych wynosi 325.517,80 złotych netto.

Jak wynika z „Uzupełniającej wyceny majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 21.07.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michał Wardyn łączna wartość oszacowania wskazanych 74 pozycji spisowych wynosi 7.123,00 złotych netto.

10/ pozostałe aktywa:

Wartości niematerialne i prawne - goodwill

Tabela 4. Rynkowa wartość aktywów wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) w relacji do wartości skorygowanych aktywów netto.

Tytuł	Wartość według metody skorygowanych aktywów	Udział
Wartość aktywów podlegających wycenie tym:	15.410.720,28	100,00000000%
nieruchomości	14.379.000,00	93,305178080%
ruchomości	831.602,00	5,396256530%
wartości niematerialne i prawne	200.118,28	1,298565390%

Rzeczoznawca wskazuje, iż wartość rynkowa netto przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) określona w niniejszym Opisie i oszacowaniu wynosi 15.410.720,28 zł.

Tabela 5. Określenie wartości poszczególnych grup aktywów przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) określona w ramach wyceny.

Tytuł	Wartość według metody skorygowanych aktywów	Udział
Wartość aktywów podlegających wycenie, w tym:	15.410.720,28	100,00000000%
Nieruchomości obciążone hipoteką	14.103.000,00	91,514217010%
ruchomości obciążone zastawem rejestrowym	0,00	0,000000000%
pozostałe nieobciążone składniki	1.307.720,28	8,485782990%

**udział 12/60 w nieruchomości SZ1G/00043953/9 o wartości 276.000,00 zł nie jest obciążony hipoteką*

Obciążenia na majątku wchodzącego w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami):

- Udział do 30908/100000 w nieruchomości stanowiącej działkę 23/2, o powierzchni 0,5062 ha w Niechorzu, ul. Klifowa 46 A-D zabudowanej obiektem hotelowym „Baltic Cliff Apartments” Spa & Wellness. Dla nieruchomości tej Sąd Rejonowy w Gryficach, V Wydział Ksiąg Wieczystych prowadzi księgę wieczystą nr KW SZ1G/00011556/3.

Na nieruchomości tej zostały ustanowione hipoteki w przedstawionej kolejności wpisów, na rzecz:

a. Gospodarczego Banku Spółdzielczego w Barlinku, Oddział w Stargardzie Szczecińskim – hipoteka umowna łączna zwykła w kwocie 1.500.000,00 zł stanowiąca zabezpieczenie wierzytelności głównej, przewidywanych odsetek umownych, odsetek

przeterminowanych, przewidywanych kosztów postępowania windykacyjnego, w tym kosztów upomnień, kosztów egzekucyjnych, opłat sądowych od wniosku o nadanie klauzuli wykonalności, dodatkowych kosztów zabezpieczeń z tytułu umowy o kredyt obrotowy w rachunku bieżącym nr kr-17-01279 z dnia 14.06.2017 r., umowa o kredyt obrotowy w rachunku bieżącym nr kr-17-01279 z dnia 14.06.2017 r.

b. Banku Polskiej Spółdzielczości S.A. w Warszawie Oddział w Szczecinie i Gospodarczego Banku Spółdzielczego w Barlinku, Oddział w Stargardzie Szczecińskim – hipoteka umowna łączna zwykła w kwocie 24.854.000,00 zł stanowiąca zabezpieczenie wierzytelności Banku Polskiej Spółdzielczości S.A. z siedzibą w Warszawie Oddział w Szczecinie do kwoty 22.368.600,00 złotych i zabezpieczająca wierzytelność Gospodarczego Banku Spółdzielczego z siedzibą w Barlinku do kwoty 2.485.400,00 złotych z tytułu należności głównej, przewidywanych odsetek, kosztów postępowania, upomnień, kosztów egzekucyjnych, opłat sądowych, od wniosku o nadanie klauzuli wykonalności, dodatkowych kosztów zabezpieczeń wynikających z umowy o kredyt inwestycyjny w konsorcjum bankowym numer 1/2012 z dnia 20.04.2012r., zmienionej aneksami udzielony na finansowanie bieżących potrzeb związanych z prowadzoną działalnością gospodarczą., aneks nr 5 do umowy o kredyt inwestycyjny z dnia 20.04.2012r. w konsorcjum bankowym nr 1/2012 o numerze systemowym: kr-12-00887. Roszczenie o przeniesienie hipoteki łącznej do kwoty 24.854.000,00 zł zabezpieczającej wierzytelność Banku Polskiej Spółdzielczości S.A. z siedzibą w Warszawie Oddział w Szczecinie oraz Gospodarczego Banku Spółdzielczego z siedzibą w Barlinku wynikających z umowy o kredyt inwestycyjny w konsorcjum bankowym numer 1/2012 z dnia 20.04.2012 r. zmienionej aneksami na miejsce opróżnione przez hipotekę ustanowioną na rzecz Banku Polskiej Spółdzielczości S.A. z siedzibą w Warszawie Oddział w Szczecinie i Gospodarczego Banku Spółdzielczego z siedzibą w Barlinku do kwoty 24.854.000,00 zł wpisanej pod numerem 3 z chwilą gdy stanie się wolne.

c. Gospodarczego Banku Spółdzielczego w Barlinku, Oddział w Stargardzie Szczecińskim – hipoteka umowna łączna zwykła w kwocie 1.725.000,00 zł tytułem zabezpieczenia wierzytelności głównej, przewidywanych odsetek umownych, odsetek przeterminowanych, przewidywanych kosztów postępowania windykacyjnego, w tym kosztów upomnień, kosztów egzekucyjnych, opłat sądowych od wniosku o nadanie klauzuli wykonalności oraz dodatkowych kosztów zabezpieczeń z tytułu umowy o pożyczkę hipoteczną, umowa nr kr-15-01611 z dnia 30.06.2015 r.

d. Tomasz Zatoka i Katarzyna Zatoka – hipoteka przymusowa łączna w kwocie 15.341,00 zł tytułem zabezpieczenia roszczeń finansowych wraz z odsetkami, postanowienie z dnia 21.08.2019 r., sygn. akt IX C 1348/19 oraz postanowienie z dnia 25 października 2019 r.

e. Tomasz Zatoka i Katarzyna Zatoka – hipoteka przymusowa łączna w kwocie 15.341,00 zł tytułem zabezpieczenie roszczeń finansowych wraz z odsetkami, postanowienie z dnia 09.08.2019 roku, sygn. akt I C 1695/19.

f. Stanisław Konowalik, Beata Konowalik, Anna Dudzic – hipoteka przymusowa łączna w kwocie 40.000,00 zł tytułem zabezpieczenie należności głównej, odsetek maksymalnych za opóźnienie, kosztów procesu oraz kosztów wydania dalszego tytułu wykonawczego, wyrok z dnia 26.11.2019 roku, sygn. akt XI GC 1432/19

g. Artur Sawastian, Grzegorz Sawastian – hipoteka przymusowa zabezpieczająca zaległości finansowe z tytułu należności głównej, kosztów procesu, odsetek oraz tytułem kosztów postępowania klauzulowego. Nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym z dnia 04.03.2019r. oraz postanowienie w przedmiocie wydania dalszego tytułu wykonawczego z dnia 03.12.2019 roku, sygn. akt X GNc 549/19

- Wyodrębnione lokale w postaci apartamentów (8 sztuk) będących własnością Dłużnika, objęte księgami wieczystymi numer SZ1G/00047653/4, SZ1G/00047654/1, SZ1G/00047655/8, SZ1G/00047656/5, SZ1G/00048030/8, SZ1G/00048031/5, SZ1G/00048032/2 i SZ1G/00048033/9.

Nieruchomości te zostały obciążone hipotekami wyszczególnionymi powyżej dla nieruchomości SZ1G/00011556/3 w następującym zakresie:

KW	Hipoteki
SZ1G/00047653/4	a-f
SZ1G/00047654/1	
SZ1G/00047655/8	
SZ1G/00047656/5	
SZ1G/00048030/8	a-c
SZ1G/00048031/5	
SZ1G/00048032/2	
SZ1G/00048033/9	

Rzeczoznawca wskazuje, iż choć część nieruchomości lokalowych nie jest formalnie jeszcze wyodrębnione i nie posiadają one ustanowionych KW, to jednak w momencie ich wyodrębnienia co do zasady zgodnie z art. 76 ustawy o księgach wieczystych i hipotece zostaną one współobciążone hipotekami zgodnie z wykazem hipotek obciążających całą nieruchomość.

Rzeczoznawca zgodnie z art. 319 pkt 4 Prawa upadłościowego (Dz.U.2003 nr 60 poz.535) stwierdza, iż wszelkie obciążania majątku przedsiębiorstwa wynikające z ustanowionych zastawów rejestrowych wygasają po sprzedaży i tym samym nabywca składników majątkowych nabywa je wolnymi od wszelkich obciążeń.

II. Zleceniodawca

Niniejsze opracowanie powstało na zlecenie Syndyka Masy Upadłości „ST INVESTMENTS” Sp. z o.o. Sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie p. Macieja Kasprzyka.

III. Cel opinii

Niniejsze opracowanie powstało w celu określenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) upadłego „ST INVESTMENTS” Sp. z o.o. Sp. k w upadłości na potrzeby toczącego się postępowania upadłościowego.

W skład przedmiotowego przedsiębiorstwa wchodzi część kompleksu BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS, znajdującego się w Niechorzu przy ul. Klifowej 46.

W skład przedsiębiorstwa i tym samym masy upadłości i wchodzi (o ile nie wskazano inaczej) lokale wraz z wyposażeniem:

- Lokale użytkowe wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami):
 - 46A-D/G.1 – BASEN i SPA – 782,11 m²
 - 46A-D/G.2 – RESTAURACJA – 652,13 m²
 - 46A-D/G.3 – WENTYLATOROWNIA – 48,07 m²
 - 46A-D/A.1.1 – KAWIARNIA I RECEPCJA – 230,34 m²
 - 46A-D/G.17 – HALA GARAŻOWA – UDZIAŁ 12/60 – 258,52 m²
- Lokale o przeznaczeniu pensjonatowym wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)
 - 46A/2.7 – 53,08 m²
 - 46A/3.7 – 51,12 m²
 - 46D/1.4 – 32,37 m²
 - 46D/1.5 – 27,17 m²
 - 46A-D/G.23 – 27,17 m²
 - 46A-D/G.24 – 26,50 m²
 - 46A-D/G.25 – 27,02 m²
 - 46A-D/G.26 – 26,66 m²
- Wyposażenie wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami): w ilości 1.268 pozycji spisowych
- Wartości niematerialne i prawne wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) - goodwill

WYŁĄCZENIU podlegają natomiast wszelkie niewskazane powyżej składniki, w szczególności:

- Należności
- Środków pieniężnych
- Ruchomości w postaci pojazdów
- Ruchomości w postaci wyposażenia apartamentów

- Rozliczeń międzyokresowych krótkoterminowych
- Rozliczeń międzyokresowych długoterminowych
- Ewentualnych wierzytelności z tytułu nadpłaty podatków
- Wierzytelności powstałych po dniu ogłoszenia upadłości
- Ksiąg i dokumentów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej.

IV. Analiza rynku

Województwo zachodniopomorskie od wielu lat uchodzi za jedno z najbardziej atrakcyjnych pod względem turystycznym. Dostęp do Morza Bałtyckiego, liczne jeziora usytuowane na Pojezierzu Drawskim czy też najlepiej w skali kraju rozwinięta infrastruktura do uprawiania turystyki kajakowej powodują, iż województwo zachodniopomorskie rokrocznie jest odwiedzane przez coraz większą liczbę osób. Intensywny rozwój oferty turystycznej wraz z mocną promocją regionu przełożyły się na pozyskanie nowego grona turystów. województwo zachodniopomorskie świadome tkwiącego w jego położeniu potencjału turystycznego swoją strategię rozwoju w dużej mierze opiera właśnie na turystyce.

Podstawowym i najważniejszym wskaźnikiem do oceny sytuacji turystycznej dla danego regionu jest liczba osób, która odwiedziła wskazany obszar i skorzystała w nim z noclegów w określonym przedziale czasowym. Na potrzeby niniejszego opracowania przytoczone zostaną dane dla województwa zachodniopomorskiego pochodzące z opracowań GUS. Poniższa tabela bazuje na opracowaniu „Turystyka w województwie zachodniopomorskim w 2019 r.”

Tabela 6. Zestawienie obrazujące liczbę miejsc noclegów oraz liczbę korzystających i udzielonych noclegów na terenie województwa zachodniopomorskiego

WYSZCZEGÓLNIENIE		Obiekty 1	Miejsca noclegowe 1	Korzystający		Udzielone noclegi		Stopień wykorzystania miejsc noclegowych w %
a – 2018 r. b – 2019 r.				ogółem	w tym turyści zagraniczni	ogółem	w tym turytom zagranicznym	
WOJEWÓDZTWO	a	1.553	138.094	3.041.149	821.571	15.153.463	3.834.298	51,6
	b	1.604	145.414	3.211.500	862.896	16.084.732	4.039.683	51,5
PODREGION KOSZALIŃSKI	a	743	66.858	1.268.811	260.788	7.973.312	1.603.871	60,8
	b	799	73.490	1.387.345	273.677	8.534.602	1.636.393	56,9
Powiaty:								
białogardzki	a	3	251	5.990	721	15.482	2.483	18,1
	b	3	231	3.417	320	10.283	1.429	17,2
kołobrzeski	a	330	31.961	773.078	215.312	5.078.703	1.364.905	63,3
	b	347	35.363	845.771	221.031	5.353.279	1.368.260	61,6
koszaliński	a	237	18.215	232.857	22.842	1.321.546	127.975	47,4
	b	239	19.122	260.307	26.768	1.445.178	141.058	47,8
ślawieński	a	154	15.555	206.960	15.710	1.466.639	95.695	52,3

	b	191	17.869	227.842	18.660	1.633.088	113.366	55,6
m. Koszalin	a	19	876	49.926	6.203	90.942	12.813	32,7
	b	19	905	50.008	6.898	92.774	12.280	33,4
PODREGION SZCZECINECKO- PYRZYCKI	a	124	7.515	161.839	21.796	533.211	67.519	34,3
	b	123	7.584	166.003	21.399	574.180	78.881	35,0
Powiaty:								
choszczeński	a	10	442	7.093	308	17.287	1.411	17,2
	b	12	617	7.160	191	20.904	752	18,2
drawski	a	43	2.851	37.154	6.777	147.576	21.254	32,6
	b	42	2.817	41.020	6.292	165.728	24.011	35,0
łobeski	a	7	332	9.437	741	19.131	3.313	28,4
	b	6	263	10.737	783	19.647	2.510	33,2
myśliborski	a	10	557	23.239	5.855	50.425	14.507	31,1
	b	13	782	28.994	6.255	69.652	20.949	33,3
pyrzycki	a	3	64	5.165	397	6.168	591	21,6
	b	2	51	1.858	79	2.322	127	12,7
szczecinecki	a	16	789	29.431	3.331	64.002	7.940	29,6
	b	15	778	27.280	3.244	61.804	7.598	29,1
świdwiński	a	11	956	14.309	718	92.097	4.177	52,2
	b	11	994	13.920	604	86.736	2.918	50,8
wątecki	a	24	1.524	36.011	3.669	136.525	14.326	38,7
	b	22	1.282	35.034	3.951	147.387	20.016	40,3
PODREGION	a	55	7.357	387.251	137.293	925.383	350.321	46,6
M. SZCZECIN	b	59	7.373	399.819	143.622	987.764	403.275	48,2
m. Szczecin	a	55	7.357	387.251	137.293	925.383	350.321	46,6
	b	59	7.373	399.819	143.622	987.764	403.275	48,2
PODREGION SZCZECIŃSKI	a	631	56.364	1.223.248	401.694	5.721.557	1.812.587	48,3
	b	623	56.967	1.258.333	424.198	5.988.186	1.921.134	47,7
Powiaty:								
goleniowski	a	16	949	36.140	5.237	87.462	18.925	32,1
	b	15	897	41.259	7.462	108.164	29.060	38,4
gryficki	a	256	22.142	285.796	35.924	1.537.971	189.484	41,1
	b	258	23.131	318.520	42.747	1.687.612	226.111	40,6
gryfiński	a	16	771	21.591	3.368	60.179	10.497	28,0
	b	14	694	21.979	2.659	64.895	12.454	31,0
kamieński	a	204	18.912	346.973	93.015	1.792.961	439.102	51,4
	b	199	18.449	348.660	97.731	1.827.211	440.899	50,2
policki	a	10	764	42.219	6.232	71.990	12.256	32,5
	b	11	816	40.599	6.396	67.681	10.715	30,4
stargardzki	a	22	1.109	39.461	3.571	84.144	8.606	27,8
	b	23	1.175	44.993	4.513	100.142	10.402	32,6
m. Świnoujście	a	107	11.717	451.068	254.347	2.086.850	1.133.717	57,8
	b	103	11.085	442.323	262.690	2.132.481	1.191.493	56,9

W pierwszej kolejności wskazać należy, iż powiat gryficki (na terenie, którego położone jest Niechorze) posiada jedną z najbardziej rozwiniętych baz noclegowych w skali całego województwa. Zarówno pod względem liczby funkcjonujących obiektów jak i liczby dostępnych miejsc noclegowych plasuje się na drugim miejscu, ustępując

jedynie powiatowi kołobrzeskiemu. Na terenie powiatu gryfickiego w roku 2019 funkcjonowało 258 obiektów noclegowych (16,08% ogółu obiektów w województwie), dysponujących 23.131 miejscami noclegowymi (15,90% ogółu). Zestawiając, ze sobą dane za rok 2019 i 2018 wskazać należy na nieznaczny przyrost obu tych wartości – o 2 obiekty i 989 miejsc noclegowych. Warto zauważyć, iż trend ten dotyczy także sumarycznych liczb dla całego województwa.

Z punktu widzenia branży kluczowym wskaźnikiem jest liczba osób korzystających z noclegów. Stwierdzenia wymaga fakt, iż w roku 2019 na terenie całego województwa zachodniopomorskiego z noclegów skorzystało 3.211.500 osób, wobec 3.041.149 w roku 2018 (wzrost o ponad 5,6%). Uwagę zwraca fakt bardzo wysokiego udziału w tej liczbie turystów zagranicznych – w roku 2019 było takich turystów 862.896 (26,87% ogółu), zaś w roku 2018 - 821.571, co oznacza przyrost o 5%.

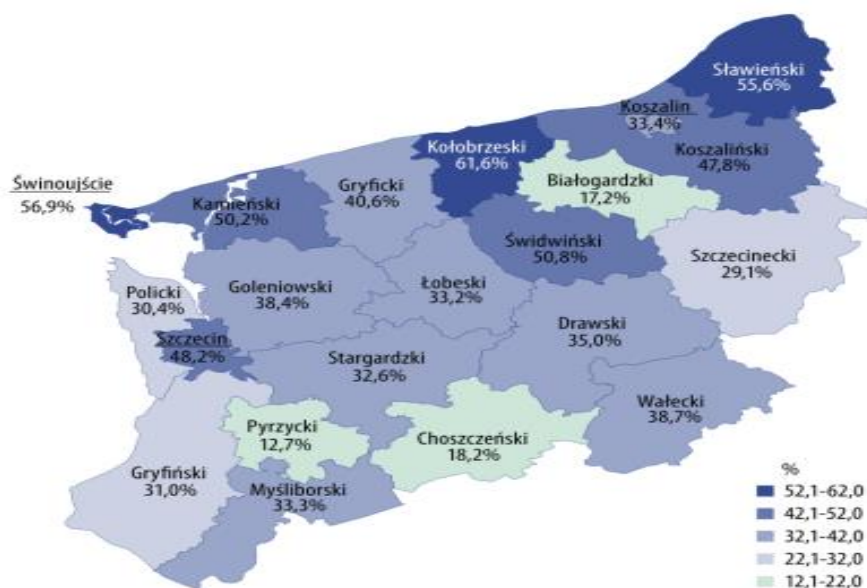
Przechodząc na poziom powiatu gryfickiego wskazać należy, iż w 2019 roku z noclegów skorzystało 318.796 osób, co w stosunku do roku 2018 i 285.796 osób oznacza wzrost o 11,55%, a więc tempo wzrostu było niemal dwukrotnie wyższe od całego województwa. Równie korzystnie kształtuje się sytuacja w kontekście liczby turystów zza granicy – w 2019 z noclegów skorzystało 42.747 turystów zagranicznych, zaś w roku 2018 – 35.924, co oznacza wzrost na poziomie 18,99% tj. blisko czterokrotnie wyższym od całego województwa.

Analizując liczbę udzielonych noclegów na terenie województwa zachodniopomorskiego wskazać należy, iż w roku 2019 wyniosła ona 16.084.732, co oznaczało imponujący wzrost w wartościach bezwzględnych (ponad 931 tys.) w stosunku do roku 2018, kiedy to udzielono 15.153.463, co stanowi wzrost o 6,14%. Podkreślenia wymaga fakt, iż na rzecz samych tylko turystów zagranicznych udzielono w 2019 4.039.683 noclegów, (25,11% ogółu), zaś w roku 2018 było ich 3.834.298 (25,30% ogółu).

Rozpatrując ten sam parametr w kontekście powiatu gryfickiego wskazać trzeba, iż w roku 2019 udzielono 1.687.612 noclegów, wobec 1.537.971 w roku wcześniejszym (wzrost o 9,73%), przy czym liczba noclegów na rzecz turystów zagranicznych wynosiła odpowiednio 226.111 i 189.484 (wzrost o 19,33%).

Bardzo ważnym miernikiem sytuacji w branży jest wskaźnik obrazujący stopień wykorzystania miejsc noclegowych. W 2019 wartość tego wskaźnika dla całego województwa wyniosła 51,5% i okazała się bardzo zbliżona do wartości z roku wcześniejszego tj. 51,6%. W powiecie gryfickim stopień wykorzystania miejsc noclegowych w 2019 wyniósł 40,6%, zaś w roku wcześniejszym 41,1%, co oznacza niewielki spadek, należy jednak pamiętać o przyroście liczby dostępnych miejsc noclegowych i wzrost liczby udzielonych noclegów. Najlepszą wartością wskaźnika w skali całego województwa pochwalić się może powiat kołobrzeski – 61,6% w roku 2019 (63,3% w 2018), przy czym na względzie trzeba mieć, iż Kołobrzeg stanowi cel całorocznych wycieczek z uwagi na swój sanatoryjno-uzdrowiskowy charakter.

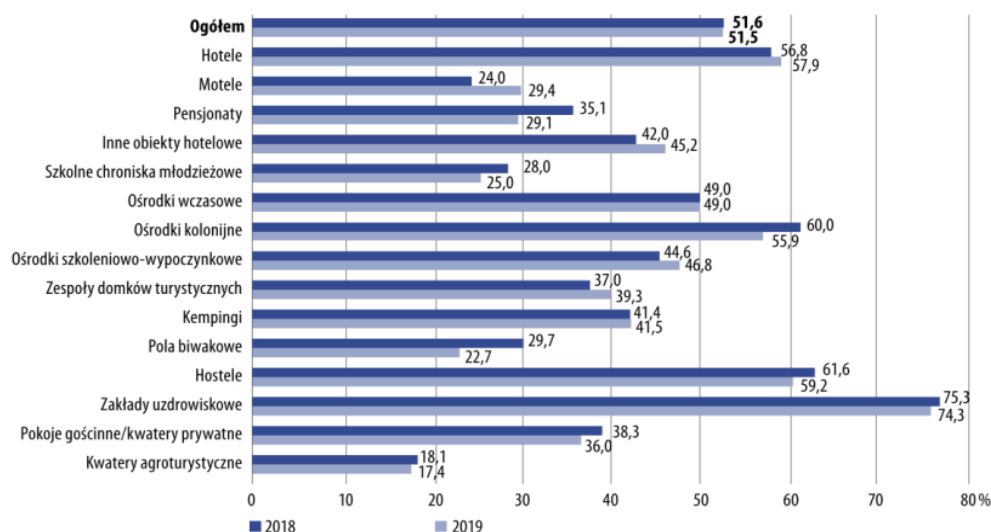
Rysunek 1. Stopień wykorzystania miejsc noclegowych w poszczególnych powiatach województwa zachodniopomorskiego w roku 2019



Źródło: „Turystyka w województwie zachodniopomorskim w 2019 r.” - GUS

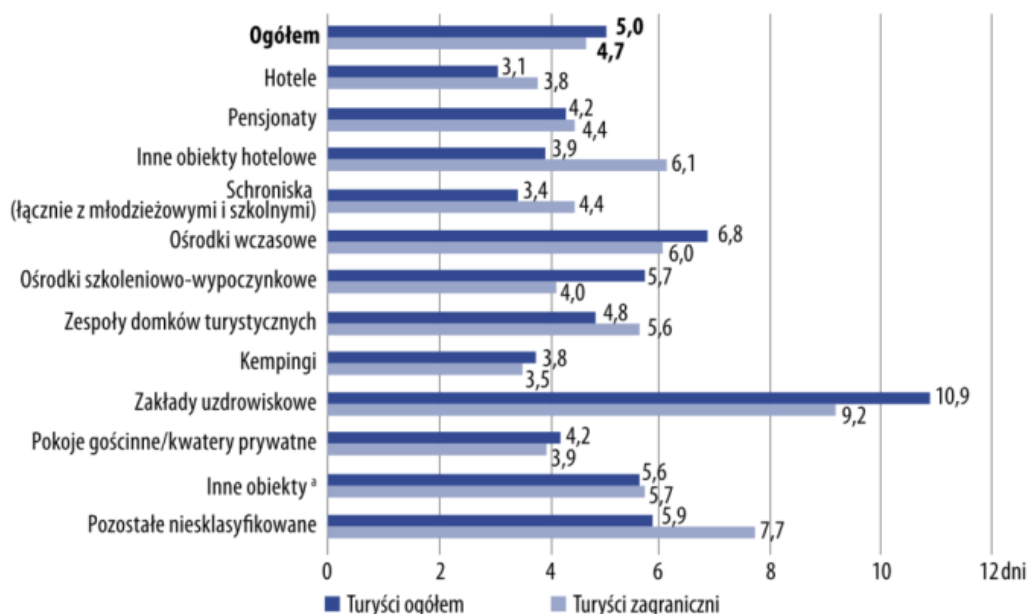
Rozpatrując stopień wykorzystania miejsc noclegowych przez pryzmat typu obiektów wskazać należy, iż niekwestionowanym liderem tego zestawienia okazują się zakłady uzdrowiskowe ze wskaźnikiem na poziomie ok 75%. Ponadprzeciętną wartością wskaźnika charakteryzują się także hostele (59,2% w 2019) hotele (57,9%) oraz ośrodki kolonijne (55,9% w 2019). Na drugim końcu stawki plasują się kwatery agroturystyczne, dla których wskaźnik w 2019 wyniósł zaledwie 17,4%.

Rysunek 2. Wskaźnik wykorzystania miejsc noclegowych w województwie zachodniopomorskim w latach 2018-2019



Źródło: „Turystyka w województwie zachodniopomorskim w 2019 r.” - GUS

Rysunek 3. Średni czas pobytu turystów w poszczególnych rodzajach obiektów w 2019r.



Źródło: „Turystyka w województwie zachodniopomorskim w 2019 r.” - GUS

Dane dotyczące liczby osób korzystających z noclegów oraz samej liczby świadczonych noclegów pozwalają na określenie średniej długości pobytu w województwie zachodniopomorskim. Z powyższego zestawienia wynika, iż przeciętny pobyt turysty wyniósł 5 noclegów. W tej kategorii ponownie zdecydowanie wyróżniają się zakłady uzdrowiskowe, w przypadku których przeciętny pobyt wyniósł niemal 11 noclegów. Kategorią obiektu o stwierdzonym najkrótszym przeciętnym pobycie okazały się hotele – 3,1 noclegu, co wynika przede wszystkim z samej specyfiki tego typu obiektów.

Tabela 7. Struktura obiektów noclegowych na terenie województwa zachodniopomorskiego w latach 2018-2019

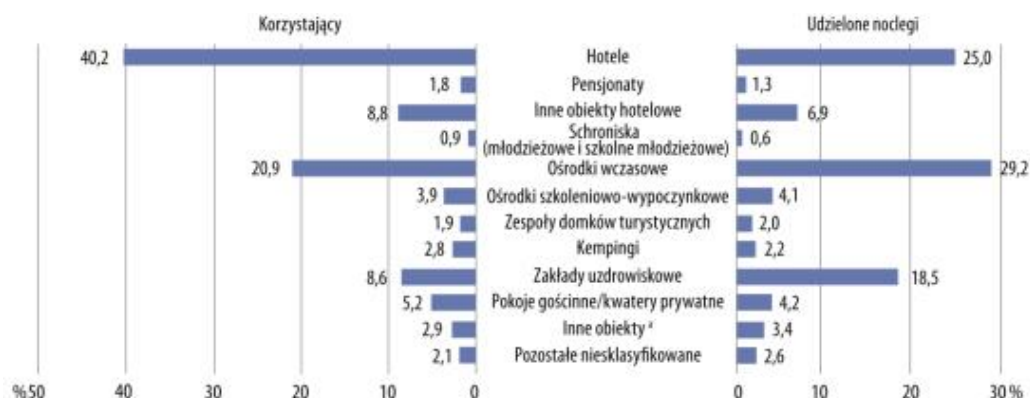
RODZAJE OBIEKTÓW	Obiekty			Miejsca noclegowe			Liczba miejsc noclegowych na 1 obiekt	
	2018	2019		2018	2019			
	w liczbach bezwzględnych		2018 = 100	w liczbach bezwzględnych		2018 = 100	2018	2019
OGÓŁEM	1553	1604	103,3	138094	145414	105,3	89	91
Obiekty hotelowe	299	316	105,7	29806	31844	106,8	100	101
Hotele	129	134	103,9	18909	20213	106,9	147	151
Motele	5	6	120,0	225	271	120,4	45	45
Pensjonaty	61	63	103,3	3025	3187	105,4	50	51

Inne obiekty hotelowe	104	113	108,7	7647	8173	106,9	74	72
Pozostałe obiekty	1254	1288	102,7	108288	113570	104,9	86	88
Domy wycieczkowe	1	–	.	77	.	.	77	.
Schroniska	1	–	.	33	.	.	33	.
Schroniska młodzieżowe	3	3	100,0	177	192	108,5	59	64
Szkolne schroniska młodzieżowe	20	20	100,0	1661	1742	104,9	83	87
Ośrodki wczasowe	354	354	100,0	50492	52466	103,9	143	148
Ośrodki kolonijne	21	24	114,3	4020	4609	114,7	191	192
Ośrodki szkoleniowo-wypoczynkowe	42	43	102,4	6008	6280	104,5	143	146
Domy pracy twórczej	3	3	100,0	166	165	99,4	55	55
Zespoły domków turystycznych	127	148	116,5	6424	7701	119,9	51	52
Kempingi	34	33	97,1	7019	6734	95,9	206	204
Pola biwakowe	24	23	95,8	2794	3147	112,6	116	137
Hostele	5	6	120,0	402	527	131,1	80	88
Zakłady uzdrowiskowe	44	46	104,5	11112	11651	104,9	253	253
Pokoje gościnne/kwatery prywatne	496	511	103,0	12126	13069	107,8	24	26
Kwatery agroturystyczne	39	37	94,9	723	703	97,2	19	19
Pozostałe niesklasyfikowane	40	37	92,5	5054	4584	90,7	126	124

Źródło: „Turystyka w województwie zachodniopomorskim w 2019 r.” - GUS

Wskazać należy, iż pod względem liczby funkcjonujących obiektów dominują pokoje gościnne/ kwatery prywatne (511 obiektów w 2019 r.), ośrodki wczasowe (354) zaś podium zestawienie zamykają zespoły domków turystycznych (148). Pod względem procentowej dynamiki wzrostu w stosunku do 2018 roku wyróżnić należy motele oraz hostele (w obu wypadkach +20%). Budując zestawienie przez pryzmat liczby dostępnych miejsc noclegowych wskazać należy, iż jego zdecydowanym liderem okazują się ośrodki wczasowe (52.466 miejsc noclegowych), w dalszej kolejności miejsca zajmują hotele (20.213 miejsc) oraz pokoje gościnne (13.069 miejsc). W kontekście procentowej dynamiki wzrostu ponownie wyróżnić należy hostele (+31,1%) oraz motele (20,4%).

Rysunek 4. Struktura wyboru obiektów noclegowych w 2019



Źródło: „Turystyka w województwie zachodniopomorskim w 2019 r.” - GUS

Dokonując analizy wyborów turystów w przedmiocie rodzaju obiektu noclegowego stwierdzenia wymaga fakt, iż przez pryzmat liczby korzystających niekwestionowanym liderem zestawienia są hotele – z tego typu obiektów korzystało aż 40,0% turystów, co oznacza, iż jest to niemal dwukrotna przewaga nad drugą w zestawieniu kategorią ośrodki wczasowe (20,9%). Struktura w przypadku pozostałych kategorii jest znacznie bardziej wyrównana.

Sytuacja wygląda nieco odmiennie biorąc pod uwagę liczbę udzielonych noclegów – wówczas liderem okazują się ośrodki wczasowe (29,2%), na drugim miejscu plasują się hotele (25,0%), zaś na tle pozostałych kategorii wybijają się także zakłady uzdrowiskowe z wynikiem 18,5%.

Tabela 8. Główne parametry polskiej turystyki w latach 2015-2019

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019
Obiekty noclegowe	10.024	10.509	10.681	11.076	11.251
Dynamika (rok poprzedni = 100%)		104,84%	101,64%	103,70%	101,58%
Miejsca noclegowe	710.274	749.191	773.957	798.723	825.522
Dynamika (rok poprzedni = 100%)		105,48%	103,31%	103,20%	103,36%
Korzystający z noclegów (tys.)	26.942,1	30.108,3	31.989,3	33.895,9	35.668,1
Dynamika (rok poprzedni = 100%)		111,75%	106,25%	105,96%	105,23%
Udzielone noclegi (tys.)	71.234,4	79.393,9	83.880,9	88.860,5	93.342,7
Dynamika (rok poprzedni = 100%)		111,45%	105,65%	105,94%	105,04%

Źródło: „Turystyka w 2019 r.” – GUS

Wskazać należy, iż w minionych latach turystyka w Polsce przeżywała okres rozkwitu, o czym świadczą wzrosty wszystkich podstawowych miar odnoszących się do tej gałęzi gospodarki. Szczególnie budujące są dane dotyczące przyrostu liczby korzystających z noclegów jak i samych udzielonych noclegów.

W kolejnym kroku należy dokonać porównania wyników branży turystycznej w województwie zachodniopomorskim na tle pozostałych województw.

Tabela 9. Liczba turystów korzystających z noclegów na terenie Polski w roku 2019

Wyszczególnienie	Ogółem	Pozycja
POLSKA	35.668.091	-
Dolnośląskie	3.932.314	3
Kujawsko-pomorskie	1.358.662	10
Lubelskie	1.146.123	12
Lubuskie	720.799	13
Łódzkie	1.423.567	8
Małopolskie	5.597.485	1
Mazowieckie	5.536.187	2
Opolskie	447.011	16
Podkarpackie	1.297.039	11
Podlaskie	688.526	14
Pomorskie	3.238.675	4
Śląskie	2.903.195	6
Świętokrzyskie	656.343	15

Warmińsko-mazurskie	1.377.450	9
Wielkopolskie	2.133.215	7
Zachodniopomorskie	3.211.500	5

Źródło: „Turystyka w 2019 r.” – GUS

Wskazać należy, iż w skraju całego kraju w roku 2019 z noclegów skorzystało 35.668.091 osób, co oznacza wzrost o 5,22% w stosunku do roku 2018 (33.895.930 osób). Województwo zachodniopomorskie z wynikiem 3.211.500 uplasowało się na 5 miejscu krajowego rankingu, zaś najlepsze pod tym względem okazało się województwo małopolskie, nieznacznie pokonując mazowieckie.

Zupełnie inaczej sytuacja kształtuje się w przypadku liczby udzielonych noclegów. W skali całego kraju w roku 2019 udzielono ich 93.342.738, z czego aż 16.084.732 (17,23% ogółu) na terenie województwa zachodniopomorskiego, co uplasowało województwo jako zdecydowanego lidera. Drugie po tym względem województwo małopolskie udzieliło ponad 1,2 mln noclegów mniej. Dla porównania wskazać należy, iż na terenie województwa opolskiego udzielono niespełna 940 tys. noclegów.

Tabela 10. Liczba noclegów udzielonych turystom na terenie Polski w roku 2019

Wyszczególnienie	Ogółem	Pozycja
POLSKA	93.342.738	-
Dolnośląskie	9.617.889	5
Kujawsko-pomorskie	4.570.141	7
Lubelskie	2.380.987	12
Lubuskie	1.480.010	14
Łódzkie	2.726.694	11
Małopolskie	14.855.514	2
Mazowieckie	9.709.927	4
Opolskie	938.234	16
Podkarpackie	3.602.108	9
Podlaskie	1.315.454	15
Pomorskie	10.333.333	3
Śląskie	6.520.299	6
Świętokrzyskie	1.940.127	13
Warmińsko-mazurskie	3.379.520	10
Wielkopolskie	3.887.769	8
Zachodniopomorskie	16.084.732	1

Źródło: „Turystyka w 2019 r.” – GUS

Wskazać należy, iż także pod względem stopnia wykorzystania miejsc noclegowych województwo zachodniopomorskie z wynikiem 51,5% jest liderem w skali całego kraju. Warto zaważyć, iż drugie pod tym względem województwo kujawsko-pomorskie uzyskało wyniki 45,7%, zaś na drugim końcu stawki plasuje się województwo lubuskie – 29,7%, przy czym, średnia krajowa wynosi 40,6%.

Tabela 11. Stopień wykorzystania miejsc noclegowych w poszczególnych miesiącach na terenie poszczególnych województw

Wyszczególnienie	Pozycja	Ogółem	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Polska	-	40,6	32,1	37,5	33,8	35,8	39,9	44,3	51,8	53,2	40,3	38,0	35,4	31,8
Dolnośląskie	6	39,4	37,1	40,1	31,6	33,9	41,0	42,5	49,0	52,9	39,4	36,8	33,0	32,8
Kujawsko-pomorskie	2	45,7	35,6	41,7	44,2	44,9	46,5	49,3	51,3	52,8	46,7	46,8	46,3	37,2
Lubelskie	12	31,8	21,0	25,7	27,2	28,4	34,5	35,3	39,9	41,5	33,2	30,9	29,1	22,8
Lubuskie	16	29,7	18,8	21,7	22,7	27,0	28,5	30,2	44,3	41,1	26,3	28,1	24,8	23,2
Łódzkie	8	35,1	27,6	34,1	34,9	34,3	37,3	37,7	36,1	37,2	38,6	36,5	36,0	29,4
Małopolskie	5	43,0	38,4	45,4	34,0	37,5	42,6	46,7	53,6	57,8	44,0	39,7	34,7	37,0
Mazowieckie	3	44,0	35,3	37,7	41,8	42,5	48,5	48,5	45,2	48,4	47,7	46,0	46,5	38,0
Opolskie	11	32,5	27,0	31,2	27,0	27,3	35,0	40,2	38,9	43,3	29,8	29,8	29,8	25,8
Podkarpackie	9	34,8	27,3	31,8	28,0	27,7	34,3	36,9	46,0	49,0	36,5	34,1	30,0	26,8
Podlaskie	15	30,6	21,0	23,0	21,3	24,5	32,5	36,6	43,9	47,1	29,1	25,6	24,8	22,1
Pomorskie	4	43,1	27,3	32,7	31,8	37,6	38,7	45,1	61,1	58,1	36,7	34,0	32,2	30,0
Śląskie	7	38,0	36,1	43,2	32,4	31,5	36,4	39,5	44,8	48,6	37,4	36,5	35,3	31,8
Świętokrzyskie	10	33,7	27,1	32,0	32,2	31,4	37,5	36,9	36,2	41,8	34,5	32,4	32,1	26,6
Warmińsko-mazurskie	13	31,8	19,6	25,7	19,3	23,9	29,2	37,3	50,3	50,4	27,3	23,1	22,9	20,4
Wielkopolskie	14	31,0	22,4	26,9	27,6	27,1	31,7	35,2	39,4	39,2	31,3	30,4	28,8	24,1
Zachodniopomorskie	1	51,5	35,9	43,5	43,8	46,9	45,6	55,8	64,9	64,9	51,9	49,3	42,5	34,7
max	-	51,5	38,4	45,4	44,2	46,9	48,5	55,8	64,9	64,9	51,9	49,3	46,5	38,0
min	-	29,7	18,8	21,7	19,3	23,9	28,5	30,2	36,1	37,2	26,3	23,1	22,9	20,4

Źródło: „Turystyka w 2019 r.” – GUS

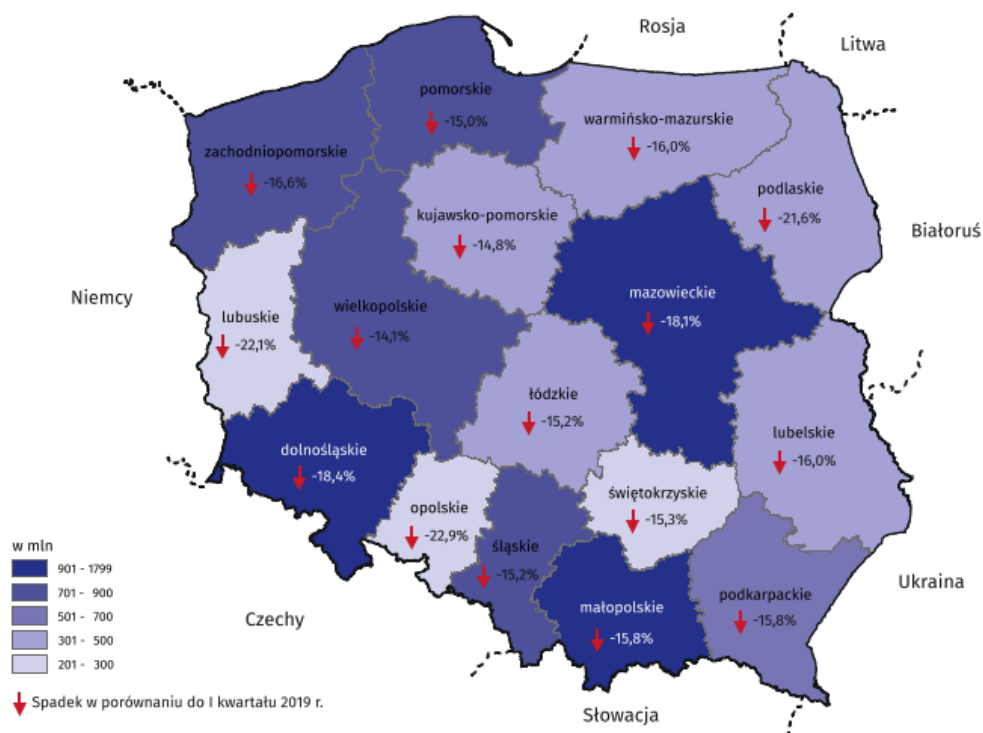
Stale polepszającą się w ostatnich latach sytuację branży drastycznie pogorszyła pandemia COVID-19 i idące za nią obostrzenia, w tym co do czasowego zakazu świadczenia usług noclegowych oraz zamknięcia granic. Dobitnie świadczą o tym najnowsze dostępne dane publikowane przez GUS.

W związku z ogłoszeniem w Polsce od 14.03.2020 r. stanu zagrożenia epidemicznego, ograniczona została m.in. działalność związana z prowadzeniem obiektów noclegowych turystycznych i miejsc krótkotrwałego zakwaterowania, jak również działalność w zakresie lecznictwa uzdrowiskowego. Wprowadzone ograniczenia przemieszczenia się osób spowodowały spadek liczby turystów korzystających z noclegów w turystycznych obiektach noclegowych w marcu., pomimo iż pierwsza połowa miesiąca była jeszcze okresem normalnego funkcjonowania dużej części obiektów. Spadki w wykorzystaniu obiektów odnotowano we wszystkich badanych rodzajach turystycznych obiektów noclegowych, w tym także w hotelach niezależnie od tego, że ich działalność została formalnie ograniczona dopiero od początku kwietnia br.

Według wstępnych szacunków w I kwartale 2020 r. wydatki związane z podróżami turystów w Polsce wyniosły ok 10,4 mld złotych, co oznacza, iż w stosunku do analogicznego okresu roku wcześniejszego okazały się o 17% mniejsze. W odniesieniu do odwiedzających jednodniowych suma wydatków na terenie Polski wyniosła ok. 6,6 mld złotych i była o 14% niższa w stosunku do analogicznego okresu. Pod koniec kwietnia 2020r. GUS szacował, iż utrzymujący się trend może skutkować

stratą nawet na poziomie 24-25,7 mld złotych z tytułu braku przychodów z podróży po Polsce.

Rysunek 5. Wstępne szacunki wydatków w Polsce według województw w I kwartale 2020

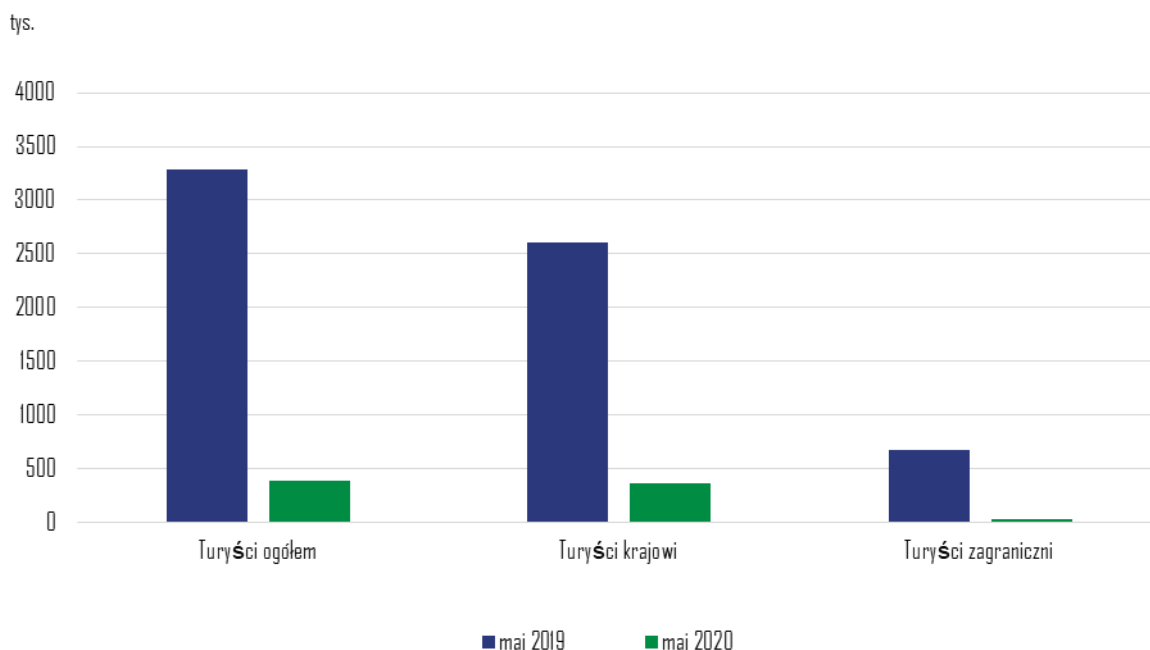


Źródło: „Turystyka w Polsce w obliczu pandemii COVID-19.” – GUS

Ograniczenie w zakresie możliwości prowadzenia działalności związanej ze świadczeniem usług hotelarskich zniesione zostało dopiero od 04.05.2020 r., jednak jak wskazuje GUS część obiektów nie tylko nie wznowiła wówczas działalności, ale również nie zrobiła tego do tej pory. O drastycznym załamaniu się branży po wznowieniu jej funkcjonowania dobitnie świadczą liczby.

W maju 2020 r. z noclegów skorzystało 387,2 tys. turystów, co stanowi spadek o 2,9 mln (!) w stosunku do maja 2019r. Turystów krajowych było 367,2 tys. (94,8% ogółu), co oznacza spadek o 85,9% w stosunku do maja 2019r., zagranicznych natomiast było 19,9 tys., co oznacza spadek aż o 97,1%.

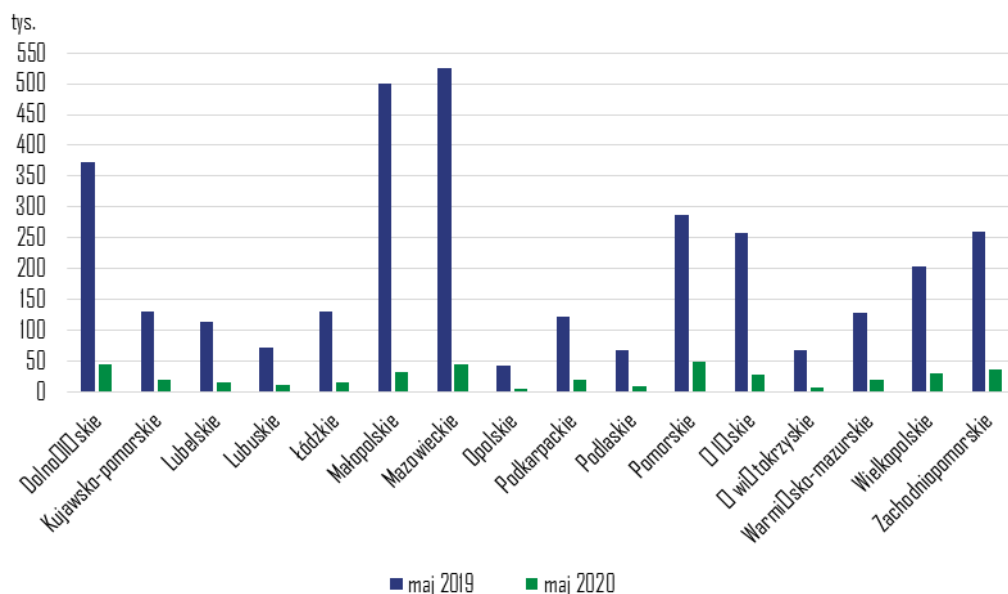
Rysunek 6. Liczba korzystających z noclegów w maju 2020r na tle maja 2019r.



Źródło: „Wykorzystanie turystycznej bazy noclegowej w Polsce w maju i czerwcu 2020 r.” GUS

Poniższy rysunek obrazuje liczbę korzystających z noclegów w poszczególnych województwach. Największy spadek odnotowały woj. mazowieckie oraz małopolskie, zaś najmniejsze podkarpackie i pomorskie

Rysunek 7. Turyści korzystający z noclegów w maju według województw



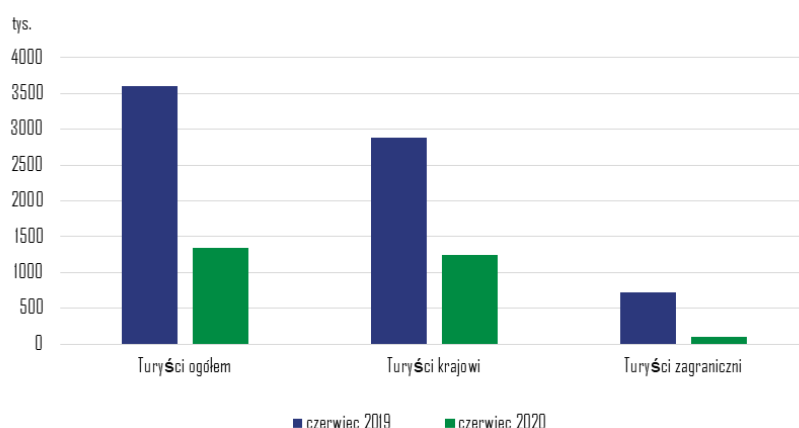
Źródło: „Wykorzystanie turystycznej bazy noclegowej w Polsce w maju i czerwcu 2020 r.” GUS

W maju 2020r. udzielono łącznie 925,2 tys. noclegów (co stanowi spadek o 88,3% z poziomu 7,9 mln noclegów w maju 2019r), z czego 101,7 tys. noclegów przypadało na turystów zagranicznych (spadek o 93,8% z poziomu 1,6 mln noclegów

w maju 2019r). Stopień wykorzystania miejsc noclegowych wyniósł natomiast 7,8% i tym samym okazał się o 32,1 p.p. mniejszy od maja 2019r.

Analizując dane za czerwiec 2020r. wskazać należy, iż z noclegów skorzystało niemal 1,3 mln turystów, z czego 1,2 mln stanowili turyści krajowi i 0,1 mln zagraniczni. W stosunku do czerwca 2019r. oznacza to spadek o 62,7% w przypadku łącznej liczby turystów, 56,9% turystów krajowych i 85,9% zagranicznych.

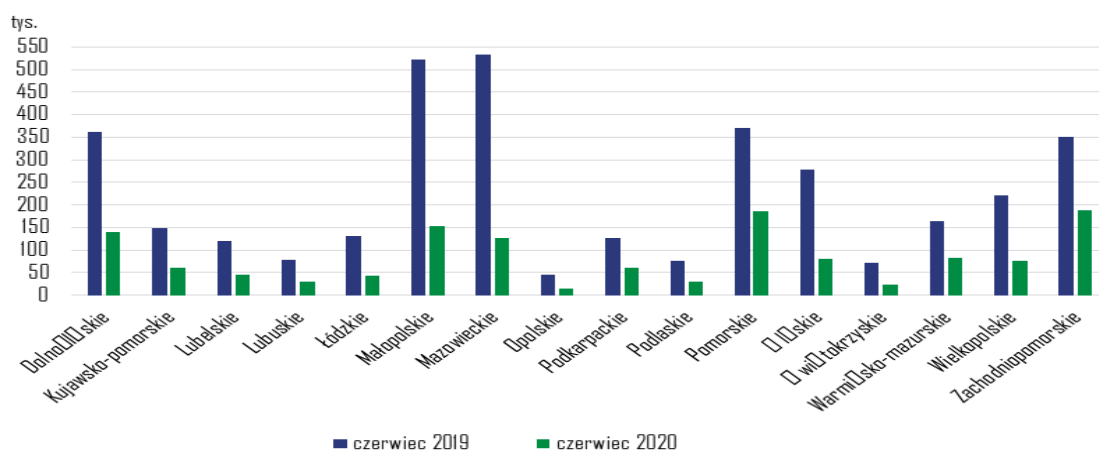
Rysunek 8. Liczba korzystających z noclegów w czerwcu 2020r na tle czerwca 2019r.



Źródło: „Wykorzystanie turystycznej bazy noclegowej w Polsce w maju i czerwcu 2020 r.” GUS

Poniższy rysunek obrazuje liczbę korzystających z noclegów w poszczególnych województwach. Największy spadek podobnie dotyczył woj. mazowieckiego, zaś tym razem najmniejszy woj. zachodniopomorskiego z uwagi na jego specyfikę (pobyty wakacyjne) i wzmożone zainteresowanie turystów, którzy regularnie o tej porze roku wyjeżdżali na zagraniczne urlopy, z oczywistych przyczyn pozostających w kraju.

Rysunek 9. Turyści korzystający z noclegów w maju według województw



Źródło: „Wykorzystanie turystycznej bazy noclegowej w Polsce w maju i czerwcu 2020 r.” GUS

W czerwcu 2020 r. udzielono łącznie 3,5 mln noclegów (co stanowi spadek o 62,8% z liczby noclegów w maju 2019 r.), z czego 0,3 mln noclegów przypadało na turystów zagranicznych (o 82,6% mniej niż w maju 2019 r.).

V. Metodologia wyceny przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki postępowania upadłościowego

W prezentowanej części Opisu i oszacowania, wyceniający przeprowadzi analizę prawnych, ekonomicznych oraz społecznych uwarunkowań procesu upadłości w odniesieniu do szacowania wartości podmiotów gospodarczych oraz dokona przeglądu i zwięzłego opisu metod wyceny przedsiębiorstw.

1. Wpływ ogłoszenia upadłości przedsiębiorstwa na jego rynkową wartość

W myśl przytoczonej już definicji kodeksowej **przedsiębiorstwo *sensu largo*, jak i jego zorganizowane części są uporządkowanym i spójnym zespołem materialnych i pozamaterialnych składników majątkowych** przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych. **Tym samym przyjęta przez Syndyka droga likwidacji majątku upadłego poprzez sprzedaż przedsiębiorstwa (z wyłączeniami), narzuca konieczność zbadania występowania wartości niematerialnych określane szeroko mianem *goodwill*.**

Upadłość przedsiębiorstwa, nazywana potocznie bankructwem, zazwyczaj jest odbierana jako zjawisko jednoznacznie negatywne i szkodliwe zarówno dla upadłego, jak i jego wierzycieli. W opinii wyceniającego, twierdzenie takie nie jest właściwe, gdyż upadłość podobnie jak rozpoczęcie i zakończenie prowadzenia działalności stanowią integralny etap w procesie cyklu życia przedsiębiorstw. Należy wskazać, iż dopuszczalność ogłaszania upadłości posiada również pewien walor bezsprzecznie pozytywny. Sam fakt ogłoszenia upadłości jest bezsprzecznie obciążeniem dla pracowników przedsiębiorstwa i jego wierzycieli, ale jednocześnie oczyszcza on gospodarkę z podmiotów źle zarządzanych lub żerujących na innych uczestnikach rynku.

Należy więc stwierdzić, iż upadłość jest naturalnym i niezbędnym elementem prawidłowego funkcjonowania genialnego (idealnego) wytworu, jakim jest wolny rynek. Z kolei przepisy Prawa upadłościowego mają za zadanie dbać o interes publiczny, poprzez ochronę uczestników gry rynkowej przed zagrożeniem jakie stwarzają niewypłacalne podmioty.

W Polsce pierwsze unormowania prawne dotyczące upadłości pochodzą z początku XIX wieku – był to francuski Kodeks handlowy z 1807 r., zwany też Kodeksem Napoleona. Po odzyskaniu niepodległości problematykę upadłości regulowały - Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 24.10.1934 roku „Prawo upadłościowe” oraz „Prawo o postępowaniu układowym”; zostały one zastąpione ustawą z 28.03.2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze przewidujące upadłość, z możliwością zawarcia układu lub likwidacji. Pierwotnie ustawa z 2003 roku dotyczyła

tylko przedsiębiorców, a następnie po zmianie ustawa ta dopuszcza również osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej nazwaną potocznie upadłością konsumencką. Aktualnie, tj. od 1 stycznia 2016 roku obowiązują w Polsce nowe przepisy regulujące przepisy dotyczące restrukturyzacji przedsiębiorstwa w ramach postępowań sądowych ujęte w Ustawie Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U.2015 poz.978).

Zauważalny w ostatnich latach dynamizm reform prawa upadłościowego w państwach Unii Europejskiej został częściowo wymuszony przez prace Komisji Europejskiej nad zmianą **postrzegania bankructwa gospodarczego z porażki (klęski) na kolejne doświadczenie, lekcję funkcjonowania w wolnorynkowej gospodarce**. Badania naukowe² dowodzą, że przedsiębiorcy, którzy mimo niepowodzeń gospodarczych nadal (na nowo) podejmują się prowadzenia biznesu, to na skutek „nauki na własnych błędach” rzadziej mają później problemy finansowe i średnio osiągają większe stopy zwrotu, szybszą dynamikę rozwoju firmy.

Klasycznie w ekonomii występuje odwrotna zależność ryzyka i zyskowności, co przejawia się tym, że wraz z chęcią uzyskiwania coraz większych zysków rośnie ryzyko błędów, niepowodzenia oraz straty. Coraz częściej wydaje się jednak, że ten dwuwymiarowy podział można „oszukać” dodając trzeci czynnik – doświadczenie. W wyniku nauki na błędach (zarówno własnych, jak i cudzych, ponieważ coraz częściej można spotkać publikacje opisujące klęski gospodarcze przedsiębiorstw, a jeszcze do niedawna powstawały tylko tzw. anatomie sukcesu) przedsiębiorcy zmniejszają ryzyko, gdyż są jego bardziej świadomi i wiedzą jakie kroki podejmować, aby się przed nim zabezpieczyć nie tracąc przy tym celu maksymalizacji zysku, wartości, satysfakcji klientów etc.

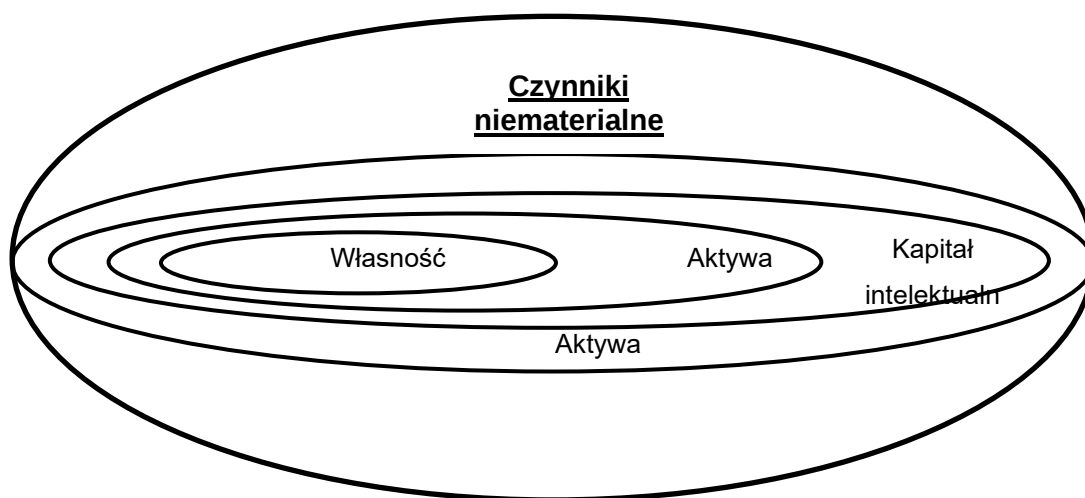
Na wartość organizacji składają się czynniki materialne jak i niematerialne, a te drugie w ostatnich latach nabierają szczególnego znaczenia. Problematyka niematerialnej wartości firmy kształtuje obraz tzw. kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, który w powiązaniu z konsekwentnie realizowaną strategią zwiększa możliwości rozwojowe organizacji i wpasowuje się w aktualne potrzeby gospodarki opartej na wiedzy. W tym aspekcie rozpatrywanie wartości rynkowej zorganizowanej części przedsiębiorstwa tylko z finansowego i rzeczowego punktu widzenia jest niewystarczające i powinno być uzupełnione o elementy niematerialne.

Współcześnie występuje mnogość pojęć i definicji odnoszących się do niematerialnych zasobów organizacji, które bywają nazywane: czynnikami niematerialnymi, aktywami niematerialnymi, kapitałem intelektualnym czy własnościami intelektualnymi. Różne klasyfikacje i ujęcia teoretyczne powodują brak jednoznacznego stanowiska naukowców w przyporządkowaniu konkretnych składników do danej grupy. Autor raportu opierając się na poniższym podziale zaproponowanym przez G. Urbanka oraz biorąc pod uwagę specyfikę funkcjonowania

² E. Stam, D. B. Audretsch and J. Meijaard, "Renascent Entrepreneurship", ERIM, 2006.

przedsiębiorstw o zagrożonej kontynuacji działalności, przeprowadził analizę najszerzej ze wszystkich grupy, tj. czynników niematerialnych.

Rysunek 10. Relacje między różnymi kategoriami czynników niematerialnych



Źródło: G. Urbanek, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Warszawa 2008, s. 37.

„**Goodwill**” (wartość renomy, reputacji; nadwartość) to nadwyżka zyskowności danego przedsiębiorstwa nad średnią zdolnością generowania zysków podmiotów z danej branży. Jest to jeden z elementów wchodzących w skład pozycji bilansowej wartości niematerialnych i prawnych o nazwie wartość firmy. Wartość firmy, w tym goodwill, staje się składową wartości przedsiębiorstwa, w sytuacji zapłaty za kupowane przedsiębiorstwo wyższej ceny niż wynika to z godziwej oszacowanej wartości jego aktywów. W normalnej sytuacji rynkowej, o możliwości uzyskania dodatkowej wartości firmy decydują takie czynniki jak: dobre imię przedsiębiorstwa (znaki firmowe i handlowe), stosunki przedsiębiorstwa na rynku (podział rynku, umowy rynkowe), innowacyjność, patenty, prawa autorskie, czy status prawny przedsiębiorstwa.

Na wszystkie tego typu aspekty zwróciła uwagę między innymi Komisja Europejska (KE) w opublikowanym w styczniu 2011 roku raporcie ekspertów pt. *A second chance for entrepreneurs: prevention of bankruptcy, simplification of bankruptcy and support for a **fresh start***³. Dokument ten sporządzono tylko w języku angielskim, natomiast w wolnym tłumaczeniu dotyczy on podejmowania działań zapobiegającym upadłościom (prewencja), upraszczania postępowań upadłościowych oraz udzielania wsparcia przedsiębiorcom przy drugiej szansie (restarcie działalności). Opracowanie to powstało jako wynik dyskusji ekspertów delegowanych przez 33 kraje członkowie UE oraz stowarzyszone z Unią, a jednym z wniosków jest stwierdzenie, iż jedyną realną szansą na pobudzenie koniunktury gospodarczej oraz zatrudnienia jest maksymalne ułatwienie **drugiej szansy** przedsiębiorcom, u których występuje zagrożenie kontynuacji działalności lub została ona wstrzymana. Doświadczenie

³ http://europa.eu/youreurope/business/exit-strategy/handling-bankruptcy-and-starting-afresh/index_en.htm

przedsiębiorców, których spotkało bankructwo stanowi jednocześnie obecnie największy potencjał Europy na wyrznięcie z kryzysu. Idea **drugiej szansy** nie odnosi się bowiem tylko do ludzi i ich zachowań, ale również do przedsiębiorstw, które w wyniku sprawnych i efektywnych postępowań upadłościowych lub (tylko) naprawczych mogą funkcjonować z „czystą kartą”, tj. bez wymagalnych zobowiązań. Jedną z inicjatyw, która powstała na gruncie nurtu *fresh start* jest wprowadzenie specjalnych sprawozdań finansowych i procedury wyceny, dla przedsiębiorstw które mają zacząć na nowo (FASB SOP 90-7).

Bardzo istotne dla potencjalnego nabywcy przedsiębiorstwa w postępowaniu upadłościowym jest fakt, iż nabywa się je w stanie wolnym od zobowiązań (z wyłączeniem określonych w art. 313 pkt. 3-4 ustawy Prawo upadłościowe) co czyni tę transakcję odmienną od wolnorynkowych transakcji sprzedaży przedsiębiorstw. Odmienność ta jest dużym bonusem dla potencjalnego inwestora, gdyż eliminuje ryzyko przyszłych „nieodkrytych” na dzień transakcji istniejących już a nieujawnionych zobowiązań i zagrożeń ich wystąpienia w czasie po dokonaniu transakcji. W sytuacji zakupu przedsiębiorstwa w transakcji wolnorynkowej, nawet dokonanie najbardziej dokładnego i rzetelnego (na marginesie kosztownego) badania typu „*due diligence*”⁴, nie daje 100% gwarancji ujęcia w cenie transakcji wszystkich zagrożeń, jakie mogą się niespodziewanie ujawnić w przyszłości (np. zobowiązania podatkowe, które *de facto* przedawniają się dopiero w okresie 6 lat wstecz od momentu ich powstania).

Bezpieczeństwo zakupu przedsiębiorstwa w toku postępowania upadłościowego wynika z faktu, iż jest ono tzw. egzekucją o charakterze uniwersalnym, obejmującym całość majątku dłużnika i wszystkich wierzycieli, którzy wyrazili chęć wzięcia w nim udziału. Sprzedaż w postępowaniu upadłościowym ma charakter egzekucyjny, niezależnie od tego, co jest przedmiotem⁵.

W związku z powyższym należy stwierdzić, iż zakup przedsiębiorstwa w toku postępowania upadłościowego jest dla inwestora najbardziej bezpieczną transakcją rynkową, gdyż dokonywana jest w trybie sprzedaży egzekucyjnej (art. 313 ust. 1 Prawa upadłościowego).

Należy wskazać, iż wartość przedsiębiorstwa oszacowana w wycenie, mimo jej formalnego charakteru nie musi odpowiadać cenie ostatecznej transakcji. Wynika to z faktu, iż na cenę transakcyjną wpływa wiele wysoce zmiennych czynników takich jak sytuacja ekonomiczna kraju, strategia rozwojowa firmy, atrakcyjność rynku,

⁴ Na podstawie Kutera M., Surdykowska S.T., *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009, s. 233-236: W dosłownym tłumaczeniu *due diligence* oznacza „należyta staranność”, jednak z praktycznego punktu widzenia jest ono najbardziej zbliżone do pogłębionego przeglądu działalności podmiotu. Proces ten polega na gromadzeniu informacji na temat funkcjonowania przedsiębiorstwa i ich dokładnej analizie. Weryfikacja dotyczy różnych obszarów aktywności jednostki, tj: strategicznego, operacyjnego, finansowo-księgowego, prawnego, podatkowego, organizacyjnego, stopnia zaawansowania technologicznego. Głównym celem *due diligence* jest ocena rzetelności wyceny przedmiotu transakcji i ewentualnej stopy zwrotu oraz oszacowanie ryzyka związanego z inwestycją.

⁵ J. Opalińska, *Metodologia Opisu i oszacowania przedsiębiorstwa upadłego. Prosta metoda, trudna wycena. Zarys problemu*, Fenix nr 4, Czerwiec 2011, s. 35.

pracownicy i kadra zarządzająca, charakter i efektywność wykorzystania posiadanych aktywów, które w okresie pomiędzy momentem wyceny a momentem transakcji mogą wpływać zarówno na uzyskanie ceny wyższej od określonej w wycenie, jak i niższej. Wyceniający powyższe zastrzeżenie podnosi, gdyż w obecnej gospodarce wolno rynkowej zarówno całe przedsiębiorstwo, jak i jego zorganizowane części, są normalnym towarem i podlegają tym samym prawom popytu i podaży jak inne towary rynkowe.

Fakt, iż sprzedaż w postępowaniu upadłościowym odbywa się na najdoskonalszym ogólnodostępnym (w przetargu teoretycznie może wziąć udział każdy podmiot) otwartym rynku, powoduje, iż nie można w wycenie stosować w żadnym wypadku dyskonta (korekty *in minus*) wartości z tytułu tzw. braku płynności. Również nieprawidłowe byłoby stosowanie w wycenie tzw. premii za kontrolę (korekta wartości *in plus*), ze względu na fakt, iż nabywca finalnie nabywa składniki majątkowe i pozamajątkowe przedsiębiorstwa upadłego, a nie pakiet kontrolny jego akcji czy udziałów. Udziały czy akcje pomimo ogłoszenia upadłości podmiotu dalej pozostają we władaniu właścicieli upadłego przedsiębiorstwa i mogą Oni (a nie Syndyk) swobodnie dysponować, co powoduje, iż również mogą dokonywać ich sprzedaży.

Obecnie na cenę rynkową przedsiębiorstwa (w tym również sprzedawanych w trakcie postępowań upadłościowych) duży wpływ mają premie za tzw. uzyskanie pakietu kontrolnego rynku, innowacyjność i efektu synergii. Pakiet kontrolny rynku oznacza, iż przejęcie (zakup) danego podmiotu rynkowego przez inny podmiot, stwarza na rynku (lokalnym, krajowym, europejskim czy światowym) taką sytuację, iż nabywca zyskuje pozycję dominującą na nim i może narzucić innym podmiotom własną politykę rynkową (cenową, współpracy itp.). Z kolei w premii za innowacyjność zawarta jest wartość, która nie znajduje jeszcze pokrycia w przepływach pieniężnych z aktualnej działalności i tym samym nie jest ujęta w wartości wyceny. Innymi słowy, w premii tej zawiera się ekwiwalent za potencjał rynkowy nabywanego przedsiębiorstwa. Potencjał ten dopiero za jakiś czas po zakupie ma przyczynić się do wygenerowania dla inwestora dodatkowych dochodów, wynikających z wejścia na nowe rynki z produktami lub z tytułu sprzedaży licencji czy patentów. Wpływ na wartość nabywanego przedsiębiorstwa ma również efekt synergii jaki osiągnie kupujący w wyniku zakupu (przejęcia) danego przedsiębiorstwa, który objawiać może się zarówno obniżką kosztów własnych, jak i zwiększeniem szans rynkowych wytwarzanych produktów czy usług i tym samym zwiększenie zysków.

Powszechnie uważa się, iż przedsiębiorstwa w stosunku, do których ogłoszono upadłość utraciły swój dotychczasowy potencjał i w związku z tym, w wycenie takiego podmiotu należy określoną wartość księgową składników przedsiębiorstwa zdyskontować *in minus* z tytułu trybu sprzedaży określanego jako wymuszony.

Termin „wartość wymuszonej sprzedaży” oficjalnie pojawił się w polskich rozwiązaniach prawnych wraz z uchwaleniem Ustawy z dnia 19 grudnia 2008 r. o postępowaniu kompensacyjnym w podmiotach o szczególnym znaczeniu dla

polskiego przemysłu stocznioowego (Dz. U. z 2008 r. Nr 233, poz. 1569). Zgodnie z art. 19 pkt. 4 tejże Ustawy, tymczasowy nadzorca został zobowiązany do „sporządzenia spisu istotnych składników majątkowych stoczni oraz oszacowania ich wartości w warunkach **wymuszonej sprzedaży**”. Wyceniający pragnie jednak zauważyć, iż ustawodawca nie dokonał jasnego określenia (nie zdefiniował) pojęcia wartości w wymuszonej sprzedaży, natomiast w praktyce efektem zapisu ustawowego było dokonanie przez rzeczoznawców oszacowania wartości majątku stoczni w Szczecinie i Gdyni na poziomie 50% jego ceny rynkowej (korekta *in minus*).

*Przyjęta przez rzeczoznawców wartość wymuszonej sprzedaży majątku stoczni
= wartość rynkowa majątku * 50% ≈ wartość likwidacyjna*

Najwyższa Izba Kontroli w swoim raporcie⁶ odniosła się do tej kwestii ustalając, że „rzeczoznawcy uzasadniali taki poziom ceny faktem, iż sprzedający działał w sytuacji przymusowej, a kupujący posiadali informacje o niekorzystnej sytuacji zbywcy, a także tym, że nie było czasu do wyeksponowania nieruchomości na rynku. Wyceniający nawiązując do tej sprawy pragnie jednak zwrócić uwagę, że postępowanie kompensacyjne było sytuacją wyjątkową, w której rzeczywiście zaistniała przesłanka wymuszonej sprzedaży aktywów na skutek decyzji Komisji Europejskiej z dnia 6 listopada 2008 r. w sprawie pomocy państwa udzielonej przez Polskę Stoczni Gdynia i Stoczni Szczecińskiej, ale nie oznacza to, że należy utożsamiać każdą upadłość przedsiębiorstwa z jego likwidacją i przymuszoną sprzedażą.

*Wartość wymuszonej sprzedaży ≠ Wartość likwidacyjna
oraz*

*Upadłość przedsiębiorstwa ≠ Likwidacja przedsiębiorstwa
a zatem*

Wartość wymuszonej sprzedaży ≠ Wartości przedsiębiorstwa w upadłości

Kazus stoczni szczecińskiej i gdańskiej jest – w opinii wyceniającego - niebezpieczny z uwagi na możliwość powielania schematu **wyceny całych przedsiębiorstw upadłych poprzez pryzmat tylko i wyłącznie wartości wymuszonej traktowanej jako połowa wartości księgowej**.

Wcześniej wartość wymuszona stosowana była tylko w przypadku wyceny nieruchomości, co było wynikiem doświadczenia rzeczoznawców majątkowych związanych ze sprzedażą ich w postępowaniach egzekucyjnych prowadzonych przez komorników.

Tzw. klasyczne ujęcie wartości wymuszonej odnaleźć można również w badaniu przeprowadzonym przez Ernst&Young na zlecenie Agencji Rozwoju Przemysłu, w związku z postępowaniem przed Komisją Europejską o pomoc udzieloną spółce PZL Hydral⁷. Jednym z etapów negocjacji ARP z wierzycielami

⁶ Informacja o wynikach kontroli zabezpieczenia interesu publicznego w związku z realizacją ustawy kompensacyjnej wobec Stoczni Gdynia SA oraz Stoczni Szczecińskiej Nowa Sp. z o.o., Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa 2011.

⁷ Decyzja Komisji z dnia 04.08.2010 r. w sprawie pomocy państwa nr C 40/2008 (ex N 163/2008) wdrożonej przez Polskę na rzecz PZL Hydral SA.

publicznoprawnymi w sprawie częściowej spłaty i umorzenia ich roszczeń było przygotowanie planu wpływów ze sprzedaży aktywów PZL Hydral. Firma Ernst&Young została zobligowana do sprawdzenia prognozy wpływów w dwóch scenariuszach, w tym przy założeniu postępowania upadłościowego PZL Hydral, obejmującego spółkę zależną PZL Wrocław. Scenariusz upadłości prowadzącej do likwidacji został przeanalizowany przy założeniu możliwie efektywnego jej przebiegu. W celu ustalenia wartości aktywów w przypadku upadłości, Ernst&Young założył, iż wartość nieruchomości w warunkach sprzedaży wymuszonej wynosi 50% ich wartości godziwej. Ponadto doradca w wyjaśnieniu wskazał, iż „redukcja o 50% jest uzasadniona z uwagi na niską skuteczność postępowania upadłościowego w Polsce, gdzie przychody ze sprzedaży aktywów stanowią średnio 26,86% ich wartości godziwej”.

Wyceniający uważa, iż podana średnia efektywność postępowań upadłościowych ma swoje przyczyny również na skutek zawyżania wycen pierwotnych składników majątkowych, które określane są według ich **potencjalnej** wartości rynkowej nie biorąc pod uwagę specyfiki sprzedaży w postępowaniu upadłościowym, tj. konieczności zapłaty ceny przed zakupem, brak możliwości negocjacji ceny poniżej poziomu określonego w Postanowieniu Sędziego Komisarza. W związku z tym, potencjalny nabywca w sytuacji, gdy byłby zainteresowany zakupem jednak za cenę nawet niższą o kilka procent od określonej w Postanowieniu, to jest to niemożliwe. Z kolei uzyskanie zgody przez Syndyka na obniżenie ceny wymaga czasu, często nawet kilkumiesięcznego (wniosek, opinia reprezentanta upadłego, Postanowienie Sędziego Komisarza), co powoduje, iż potencjalny klient najczęściej nie jest już zainteresowany jego nabyciem.

Zawyżanie szacowanych wartości w procesie upadłościowym wynika również z faktu, iż w toku prowadzenia działalności przedsiębiorstwa często dokonują wycen swoich najistotniejszych składników majątkowych (nieruchomości, maszyn czy urządzeń) dla potrzeb zabezpieczeń kredytowych lub pokazania występowania nadwartości w ujęciu wartości rynkowych a nie księgowych. Następnie po ogłoszeniu upadłości często ci sami rzeczoznawcy (celem ograniczenia kosztów wyceny) dokonują wycen. Z oczywistych względów, tj. celem uniknięcia zarzutów zawyżania wartości wykonanej w okresie często bezpośrednio poprzedzającym datę upadłości, dokonują aktualizacji wyceny poprzez tylko nieznaczną korektę wcześniejszych wartości, co powoduje, iż w konsekwencji w toku postępowań upadłościowych finalnie osiągane są właśnie ceny w wysokości 25% cen oszacowania.

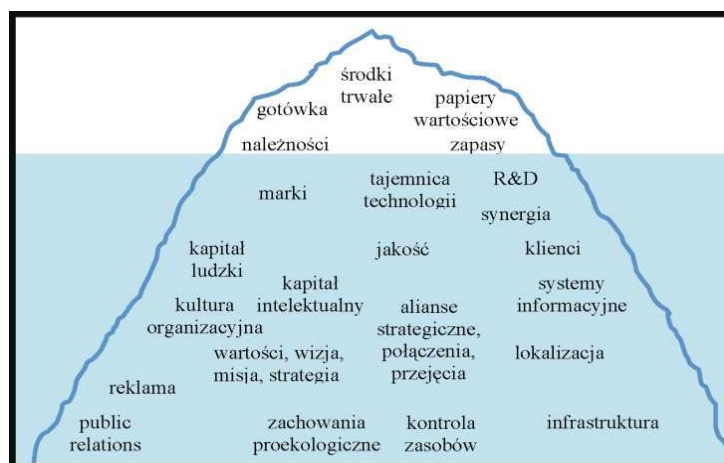
Wyceniający z doświadczenia zawodowego i swoich zainteresowań teoretycznych od wielu lat wskazuje, iż dokonywanie wybiórczych wycen składników majątkowych w oderwaniu od całego przedsiębiorstwa jest niewłaściwe. Dziś w większości firm prawdziwym i cennym aktywem jest kapitał intelektualny pracowników i marka przedsiębiorstwa. Trwałe składniki majątkowe z racji możliwości ich szybkiego pozyskania (cykl budowy hal produkcyjnych trwa maksymalnie od 6-12 miesięcy, a maszyny i urządzenia można zamówić i zamontować w okresie 3-6 miesięcy) są dziś

mało atrakcyjne dla inwestorów w przeciwieństwie do aktywów niematerialnych, które po ogłoszeniu upadłości „umierają” szybko. Brak możliwości szybkiego nabycia przedsiębiorstwa wynika właśnie z zawyżania wartości składników majątkowych i niezauważania występowania wartości niematerialnych w upadłym przedsiębiorstwie.

Wyceniający podkreśla, iż mimo że do zasobów współczesnego przedsiębiorstwa zalicza się nie tylko aktywa znajdujące odbicie ewidencji księgowej, ale także te, które nie spełniają kryteriów księgowych, niezbędnych, aby znaleźć się w księgach podatkowych, rachunkowych czy bilansie, to jednak z reguły nie są one w toku prowadzonej działalności wyceniane, choćby celem określenia ich zmian. Jeszcze raz wskazać trzeba, iż aktywa niematerialne w obecnych realiach wyceny przedsiębiorstw często wielokrotnie przekraczają wartość składników majątkowych, czego najlepszym dowodem jest wskaźnik CENA/WARTOŚCI KSIĘGOWEJ (C/Wk) podmiotów publicznych np. notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dowodem na słuszność powyższych twierdzeń jest porównanie dokonane przez Monikę Marcinkowską, która przedstawia zasoby przedsiębiorstwa jako górę lodową, której tylko wierzchołek znajduje się ponad poziomem wody. Są to te zasoby, które znajdują swoje odzwierciedlenie w tradycyjnych sprawozdaniach finansowych. Duża część pozostaje jednak „pod wodą” - nie jest uwzględniana w dokumentacji finansowej.⁸ Podział ten prezentuje poniższy rysunek.

Rysunek 11. Podział zasobów przedsiębiorstwa



Źródło: Marcinkowska Monika. Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa. W: Red. Domagała-Korona Barbara, Herman Andrzej. Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa. Difin. Warszawa 2006, s. 196.

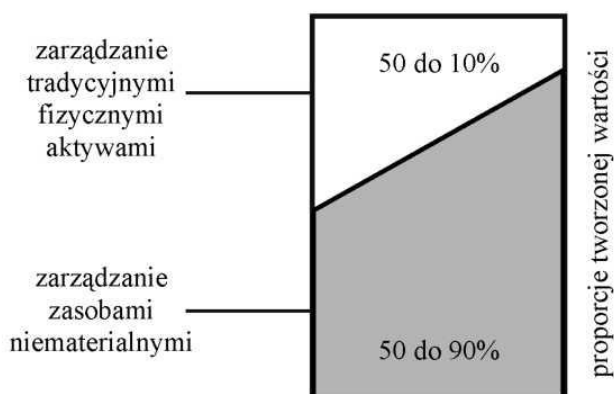
Intensywność wykorzystania zasobów niematerialnych przedsiębiorstwa jest pochodną wielu czynników, m.in. branży i rynku, na którym firma działa. Podkreślić jeszcze raz należy, iż zasoby te posiadają obecnie kluczowe znaczenie w budowaniu

⁸ Innym trafnym porównaniem jest przedstawienie zasobów niematerialnych jako korzeni drzewa. Są ukrytą wartością przedsiębiorstwa, podczas gdy tylko gałęzie, pień i liście (aktywa materialne) są widoczne ponad ziemię. (zob. Skrzypek Elżbieta, op. cit., s. 66).

i podtrzymywaniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, co wiąże się z ich szczególnymi właściwościami. Zasoby niematerialne są bowiem trudne do skopiowania, zastąpienia, ciężko je także zakupić oddzielnie, tj. poza zakupem całego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części. Posiadają więc cechy zasobów i kluczowych kompetencji, sformułowane przez teorię zasobową. Z tego właśnie wynika ich strategiczne znaczenie w procesie budowania wartości przedsiębiorstwa.⁹

Potwierdza to Ramona Dzinkowska¹⁰, która wskazuje, iż właśnie niematerialne zasoby wysuwają się na pierwszy plan w kreowaniu wartości współczesnych przedsiębiorstw. **W zależności m.in. od branży i charakteru rynku zasoby niematerialne tworzą od 50% do 90% wartości rynkowej przedsiębiorstwa**, co obrazuje poniższy rysunek.

Rysunek 12. Udział zasobów w kreacji wartości współczesnych przedsiębiorstw



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Dzinkowski Ramona. The Measurement and Management of Intellectual Capital. International Federation of Accountants. 1998, s. 32.

Wskazać należy, iż wartość rynkowa każdego przedsiębiorstwa ściśle związana jest z jego zdolnością do osiągania ponadstandardowych zysków w przyszłości lub udziałem w rynku. Zdolność ta zgodnie z terminologią zachodnią nazywana jest angielskim „goodwill” (dobre imię) niemieckim Geschäftswert (wartość renomy, reputacji; nadwartość;), a jej polskim odpowiednikiem jest „wartość firmy” lub potocznie „renoma”. Wartość firmy może mieć wartość dodatnią lub ujemną. O wartości dodatniej mówimy w sytuacji, w której firmę można sprzedać za cenę wyższą od jej wartości księgowej. Nadwyżkę finansową nieznajdującą pokrycia w wartości majątku uznajemy za wartość firmy. O możliwości uzyskania dodatniej wartości firmy decydują takie czynniki jak:

- dobre imię przedsiębiorstwa (znaki firmowe i handlowe),
- warunki rozwojowe,

⁹ Krukowski Artur. Rola kapitału marki w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw. W: Red. Skrzypek Elżbieta. Wpływ zasobów niematerialnych na wartość firmy. Tom 2. UMCS. Lublin 2003, s. 387.

¹⁰ Dzinkowski Ramona. The Measurement and Management of Intellectual Capital. International Federation of Accountants. 1998, s. 32.

- stosunki przedsiębiorstwa na rynku (podział rynku, umowy rynkowe),
- stałość klienteli,
- patenty, prawa autorskie,
- zorganizowanie personelu, wiedza i przygotowanie fachowe załogi,
- organizacja i stałość systemu kooperacji,
- status prawny przedsiębiorstwa, itp.

W związku z tym, należy przyjąć, iż goodwill to nadwyżka zyskowności danego przedsiębiorstwa nad średnią zdolnością generowania zysków podmiotów z danej branży lub posiadanie ponadstandardowego potencjału rynkowego, tj. udziału w nim. Goodwill jest jednym z elementów wchodzących w skład pozycji bilansowej wartości niematerialnych i prawnych o nazwie wartość firmy. Wartość firmy, w tym goodwill, staje się składową wartości przedsiębiorstwa tylko w sytuacji zapłaty przez nabywcę za kupowane przedsiębiorstwo wyższej ceny niż wynika to z godziwej oszacowanej wartości jego aktywów bilansowych.

Goodwill jest definiowany też jako suma wartości elementów pozamajątkowych, pozamaterialnych przedsiębiorstwa.¹¹ Goodwill może być też łączony z efektem synergii, który powstaje wewnątrz przedsiębiorstwa, a w konsekwencji przyczynia się do wzrostu wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa.¹² Tym samym należy stwierdzić, iż goodwill, jest elementem wartości przedsiębiorstwa, pojmowanej jako sumy wartości jego majątku oraz wartości pozamajątkowych tworzących nadwartość.

Podkreślić należy, iż brak zdolności do generowania dochodów w danym momencie nie oznacza, że należy wykluczyć wpływ czynników niematerialnych na tę zdolność w okresach przyszłych. Warunkiem jest oczywiście występowanie niematerialnych składników tworzących nadwartość w przypadku danego przedsiębiorstwa.

Jednak z racji, iż goodwill nie reprezentuje cech typowych aktywom materialnym (m.in. łatwa identyfikowalność i odrębność), ich ujawnienie w majątku przedsiębiorstwa jak ich wycena jest procesem złożonym i wymaga m.in. szczegółowej analizy sektorowej. Wyceniający z racji, iż wycena wartości niematerialnych stanowi zakres jego zainteresowań teoretycznych oraz specjalizacji sądowej, dostrzega ich istotne znaczenie w wartości rynkowej przedsiębiorstw również tych będących w upadłości. W krajach wysoko rozwiniętych i posiadających rozbudowany rynek transakcji przedsiębiorstwami czy leasingowania wartości niematerialnych w swoich systemach rachunkowości dostrzegają ważność i wartość goodwill. Przyjęte systemowe rozwiązania w zakresie ewidencji tych wartości jako składnika aktywów powodują, iż

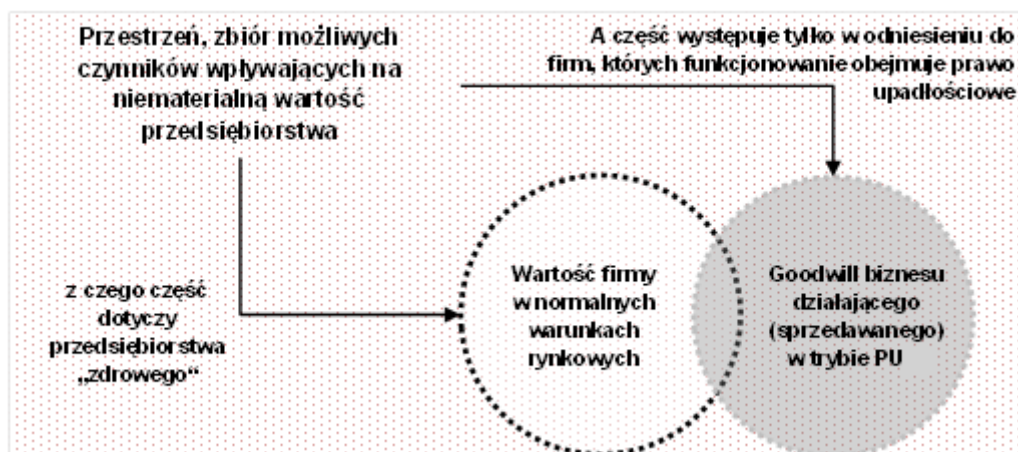
¹¹ A. Jaki „Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i wycena wartości, Zakamycze, Kraków 2000, s. 47.

¹² Tamże, s.12.

obecnie wartości goodwill są wyceniane i ujmowane w ewidencji księgowej przy fuzjach czy przejęciach firm.¹³

Okoliczności ekonomiczne oraz społeczne, jakie dotyczą przedsiębiorstwa o zagrożonej kontynuacji działalności wpływają na klasyczną wartość firmy powodując jej zmniejszenie. Jednakże postępowanie upadłościowe dla wielu z nich może przeistoczyć się w **drugą szansę**, która z kolei wykreuje specyficzny goodwill upadłościowy, który pozwala na uratowanie tej „wartości (nadwartości) firmy”. Wymienić tutaj można wspomniany już przez rzeczoznawcę tryb sprzedaży w postępowaniach upadłościowych (egzekucyjny), który nie tylko stwarza możliwość nabycia przedsiębiorstwa wolnego od zobowiązań, ale również daje ponad normatywne korzyści w postaci:

- niższych kosztów funkcjonowania przedsiębiorstwa w czasie **drugiej szansy**, z uwagi na niższą wartość księgową nabytego majątku a co za tym idzie niższych wielkość odpisów amortyzacyjnych, jak również na skutek zmniejszonych oczekiwań płacowych personelu rozumiejącego konieczność restrukturyzacji;
- ułatwiony proces restrukturyzacji, między innymi dlatego, że w razie ogłoszenia upadłości lub likwidacji pracodawcy żaden z pracowników nie podlega szczególnej ochronie przed zwolnieniem a rozwiązaniu ulegają wszystkie organizacje związkowe (ich przywileje często stanowią dodatkowy koszt i problem dla inwestorów),
- brak zabezpieczeń na majątku, co pozwala łatwiej uzyskać finansowanie zewnętrzne.



Ponadto wbrew temu, co sądzono jeszcze do niedawna wartość dużej części klasycznych własności i aktywów niematerialnych, tj. pozycja rynkowa, patenty, licencje, marki, dokumentacje techniczne, innowacje organizacyjne czy prawa handlowe, nie ulega natychmiastowemu zniknięciu, chociaż pewną prawidłowością jest, że aktywa niematerialne tracą na wartości średnio od 2 do 5 procent miesięcznie

¹³ S.T. Surdykowski, Rachunkowość międzynarodowa, Zamykacze, Kraków 1999, ss. 180, 212, 238, 285.

od dnia, w którym przedsiębiorstwo zakończyło prowadzenie działalności¹⁴. Zagrożenie kontynuacji działalności biznesu sprawia więc, że utrzymuje ono część dotychczasowej wartości firmy, ale pojawiają się też nowe własności wynikające z prawa upadłościowego, dlatego też jeśli tryb postępowania przewiduje likwidację majątku poprzez sprzedaż jego zorganizowanej części, to należy wziąć pod uwagę **goodwill**, który jest z nią ściśle powiązany.

W związku z tym - w opinii wyceniającego - wycena przedsiębiorstwa winna uwzględniać posiadany potencjał rynkowy i winien być on określony metodą, która odzwierciedlać będzie wartość na poziomie zbliżonym do wyceny wartości innych uczestników życia gospodarczego nie będących postawionych w stan upadłości.

W ocenie wyceniającego, automatyczne i jako jedyne przyjęcie standardu wartości wymuszonej przy wycenach na potrzeby postępowań upadłościowych bez uwzględniania wartości goodwill przedsiębiorstwa podważałoby sens przepisów Prawa upadłościowego. Według wyceniającego określenie wartości według standardu wartości likwidacyjnej (wymuszonej) winno być stosowane do wyceny składników majątku rzeczowego celem zrównoważenia przeszacowanych z reguły wartości jednostkowych składników masy upadłości dokonywanych przez rzeczoznawców majątkowych (nieruchomości) i wyceniających ruchomości (przy wycenie stosują standard indywidualnej wartości godziwej).

Konieczność dokonywania w pierwszej kolejności wyceny jednostkowej składników majątku upadłego przedsiębiorstwa, a dopiero następnie ewentualnej wyceny całego przedsiębiorstwa powoduje, iż określona na ich podstawie majątkowa wartość przedsiębiorstwa jest często zawyżona, gdyż stanowi sumę maksymalnych wartości ruchomości, które choćby z racji konieczności zapłaty za nie przed odbiorem ogranicza potencjalny rynek klientów. Podmioty specjalizujące się w zakupach ruchomości od upadłych podmiotów, gotowe są je odkupić za niskie ceny, celem ich dalszego zbycia z zastosowaniem kredytu kupieckiego czy innych atrakcyjnych dla kupującego form zapłaty.

W związku z tym, gdy oszacowana w ten sposób wartość składników majątkowych przedsiębiorstwa zostanie dodatkowo skorelowana z wyceną w wymiarze rynkowym (z uwzględnieniem goodwill lub badwill) poprzez zastosowanie właściwej metody, to określona w ten sposób wartość majątkowa przedsiębiorstwa oddaje jej realną wartość rynkową i daje szansę na jego zbycie w ramach całego przedsiębiorstwa. W wypadku przyjęcia do wyceny całego przedsiębiorstwa cen wyłącznie składników majątkowych oszacowanych przez

¹⁴ Valuation and Sale of Intangible Assets, Intellectual Property and IP Licenses in Bankruptcy (pol. Wycena i możliwość sprzedaży aktywów niematerialnych, własności intelektualnych oraz licencji w warunkach bankructwa), Weston Anson, The Licensing Journal, Luty 2002, s. 8-12.

rzeczoznawców powoduje, iż potencjalni kupcy nie są zainteresowani jego zakupem ze względu na wartość.

Te wszystkie elementy w konsekwencji doprowadzają do degradacji substancji majątkowej i braku możliwości rozpoczęcia działalności, co z kolei pociąga niskie wpływy do masy z likwidacji składników majątkowych. Dlatego relatywnie szybka sprzedaż całości przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części daje największe szanse na uzyskanie maksymalnych wpływów do masy upadłości, które z kolei przekłada się na zaspokojenie wierzycieli.

Wyceniający wskazuje, iż – w związku z tym - ewentualne zarzuty, iż tak skorygowana wartość składników majątkowych, mimo iż może okazać się niższa niż suma oszacowanych jednostkowych składników, nie powinna powodować, iż należy odrzucać pierwszeństwo zbycia całości przedsiębiorstwa z wyłączeniami, gdyż per saldo jest to najkorzystniejsza dla funduszków masy upadłości forma likwidacji majątku upadłego.

Fakt możliwości „uratowania” istnienia przedsiębiorstwa mimo, iż jest gospodarczo-społecznie bezcenny, to z punktu widzenia interesów wierzycieli najważniejszy jest aspekt ich zaspokojenia. Jednak w końcowym efekcie najczęściej zbycie przedsiębiorstwa w całości lub ZCP daje nie tylko wyższe zaspokojenie wierzycieli, ale i szybsze zakończenie procesu upadłościowego.

Sam ustawodawca tworząc przepisy Prawa upadłościowego nie miał wątpliwości, iż sprzedaż przedsiębiorstwa w całości jest najkorzystniejszą dla funduszków masy upadłości i m.in. dlatego wprowadził zapis w art. 206 ust. 1 pkt 2, w którym ograniczył dowolność sposobu likwidacji majątku upadłego przedsiębiorstwa przez syndyka, poprzez konieczność uzyskania zgody Rady Wierzycieli lub Sędziego Komisarza na „odstąpienie od sprzedaży przedsiębiorstwa jako całości”.

W opinii wyceniającego kolejnym dowodem na to, iż oszacowana wartość upadłego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanych części nie może opierać się tylko na sumie wartości wynikającej z oszacowania przez rzeczoznawców lub Syndyka poszczególnych składników majątku, jest m.in. obowiązek (wynikający z art. 319 Prawa upadłościowego) dokonania przed sprzedażą przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanych części odrębnej wyceny.

Wyceniający z doświadczenia zawodowego wskazuje, iż w części z wycen dokonywanych w latach wcześniejszych można spotkać się z obniżaniem (dyskontowaniem) wartości określonej, np. metodą skorygowanych aktywów netto o przewidywane koszty likwidacji majątku jakie wystąpiłyby w wypadku odrębnej sprzedaży składników majątku przedsiębiorstwa. Takie podejście argumentowane było faktem, iż w wyniku sprzedaży w całości przedsiębiorstwa masa upadłości „uniknie” ponoszenia tych kosztów, dzięki szybkiej sprzedaży przedsiębiorstwa za „atrakcyjną” rynkowo cenę (niższą od sumy wartości rynkowej składników wchodzących w skład przedsiębiorstwa). Z oczywistych powodów już samo przyjęcie powyższego założenia było błędne, gdyż ustaloną aktualną wartość rynkową majątku

upadłego przedsiębiorstwa korygowano „in minus” o „jakieś” przypuszczalne koszty, nie mając pewności sprzedaży przedsiębiorstwa w ogłoszonym przetargu.

Należy wskazać, iż nadrzędnym celem postępowania upadłościowego (określonym w art. 2 Prawa upadłościowego) jest prowadzenie go w taki sposób: „aby roszczenia wierzycieli mogły zostać zaspokojone w jak najwyższym stopniu, a jeśli racjonalne względy na to pozwolą - dotychczasowe przedsiębiorstwo dłużnika zostało zachowane”. Wskazać należy, iż przepisy Prawa Upadłościowego pozwalają Sądom na nagradzanie relatywnie wyższym wynagrodzeniem dodatkowym tych Syndyków, którzy podejmują trud prowadzenia przedsiębiorstwa upadłego (choćby w ograniczonej części) lub celem uzyskania dodatkowego wpływu do masy upadłości w postaci ekwiwalentu za posiadany goodwill doprowadzą do jego sprzedaży w całości czy jego zorganizowanych części. W opinii wyceniającego już sam fakt, iż ustawodawca zachęca Syndyków *do podjęcia wysiłku* zmierzającego do sprzedaży przedsiębiorstwa upadłego w całości, wskazuje w sposób jednoznaczny, iż zachowanie przedsiębiorstwa poprzez jego sprzedaż, w całości lub jeśli to nie jest możliwe to poprzez sprzedaż jego zorganizowanej części, winno być celem postępowania, gdyż daje ono maksymalne zaspokojenie wierzycieli.

Powyższe poglądy wyceniającego nie stanowią jednolitego „standardu” wyceny w postępowaniach upadłościowych, gdyż część środowiska prezentuje częściowo odmienne poglądy. J. Opalińska (będąca również licencjonowanym Syndykiem), która wskazuje¹⁵, że: ***procedura sprzedaży jest uregulowana w przepisach prawa (upadłościowego – dop. wyceniającego) w taki sposób, iż nie są spełnione ustawowe warunki niezbędne do uznania, iż możliwe jest osiągnięcie ceny rynkowej (brak zgodnej woli właściciela i nabywcy co do warunków sprzedaży, zbyt krótki okres)***. Jednak w dalszej części cytowanego artykułu autorka prezentuje **odmienne stanowisko** (zbliżone do wyceniającego) wskazując, że **wycena stanowiąca podstawę opisu i oszacowania przedsiębiorstwa upadłego powinna być przeprowadzana z uwzględnieniem potencjalnego nabywcy**¹⁶.

Z kolei M. Pęksyka ustosunkowując się do tez zawartych w artykule J. Opalińskiej stwierdza, że: ***wspomniane standardy opierają się niestety na założeniu braku przymusu zawarcia transakcji. Standard wartość sprawiedliwej przedstawiony w NI5, ze względu na swoją definicję, wydawałby się adekwatny do opisu i oszacowania przedsiębiorstwa upadłego, jednakże przy jego zastosowaniu przyjmujemy perspektywę sprzedającego.***

Wyceniający wskazuje, iż przepisy prawa upadłościowego w żadnym stopniu nie nakładają na Syndyka ani **przymusu sprzedaży** ani dokonywania transakcji po „**cenach wymuszonych**” (wg. M. Pęksyka wynikającą z perspektywy sprzedającego). W związku z tym, w ocenie wyceniającego sporządzenie opisu i oszacowania winno być dokonane wg wartości rynkowej, ale w odniesieniu do wartości całego przedsiębiorstwa, a nie sumy jednostkowych wartości jego składników majątkowych,

¹⁵ J. Opalińska, *Metodologia Opisu i oszacowania przedsiębiorstwa upadłego. Prosta metoda, trudna wycena. Zarys problemu*, Fenix nr 4, Czerwiec 2011, s. 35.

¹⁶ M. Pęksyk, *Opis i oszacowania przedsiębiorstwa upadłego – dyskusji ciąg dalszy*, Fenix nr 6, Grudzień 2011, s. 62.

gdyż sprzedaż przedsiębiorstwa odbywa się na „otwartym” rynku i nie może być oderwana od jego realiów. Wycena wartości winna uwzględniać w sobie sytuację rynkową podmiotów działających w tym sektorze i dlatego wartość oszacowania winna być ustalana również w oparciu o wskaźnik C/Wk podmiotów publicznych, gdyż ich notowania oddają sytuację rynkową w danym sektorze.

Oczywistym jest dla wyceniającego, iż w dużej części przypadków (jednak nie w 100%), ostateczna cena jaką uzyskują Syndycy w przetargach jest bardziej zbliżona do wartości określonej metodami likwidacyjnymi, gdyż upływ czasu od momentu ogłoszenia upadłości do choćby rozpoczęcia procedury sprzedaży całego przedsiębiorstwa jest zbyt długi. Na taką sytuację wpływ ma przepis nakazujący dokonywanie ogłoszeń o wykonaniu Opisu i oszacowania i możliwości składania do niego zarzutów. Ten absurdalny rynkowo przepis powoduje, iż konkurencja rynkowa chcąc ostatecznie „unicestwić” upadłe przedsiębiorstwo może wykorzystać to narzędzie do opóźnienia procesu sprzedaży, a każdy miesiąc zaprzestania uczestnictwa przedsiębiorstwa w „grze rynkowej” powoduje spadek jego atrakcyjności i zmniejsza jego wartość rynkową.

Z racji przedstawionych powyżej przez wyceniającego uwarunkowań sprzedaży przedsiębiorstwa w postępowaniu upadłościowym, należy jeszcze raz podkreślić, iż nie jest właściwe stosowanie w wycenie takich podmiotów tylko metod likwidacyjnych, dyskont z tytułu braku płynności itp. **Wyceniając przedsiębiorstwo lub jego zorganizowane części, wyceniający w wypadku wstrzymania prowadzenia jego dotychczasowej działalności przez Upadłego (przed ogłoszeniem upadłości) lub Syndyka (w trakcie trwania postępowania) winien i tak dokonać wyceny z uwzględnieniem dostępnych danych z rynku (np. Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych).**

Na marginesie, w opinii wyceniającego (wynika ona z jego doświadczenia zawodowego) nawet niesprzedanie przedsiębiorstwa w pierwszym przetargu za cenę oszacowania (która okazała się być za wysoka w stosunku do oczekiwań rynku), może w przyszłości okazać się pewnego rodzaju „sukcesem” pod warunkiem jednak, iż przedsiębiorstwo działa dalej choćby w ograniczonym zakresie lub zostało wydzierżawione. Wynika to z faktu, iż potencjalni nabywcy dzięki ogłoszeniu przetargu, weszli w posiadanie informacji o sprzedaży danego przedsiębiorstwa, a dodatkowo ewentualne nabycie go za cenę obniżoną od oszacowanej ułatwia inwestorom pozyskanie źródeł finansowania zewnętrznego. Często zdarza się, iż zarządy podmiotów zainteresowanych (zwłaszcza zagranicznych) z racji relacji właścicielskich, nie są w stanie w stosunkowo krótkim okresie (od pozyskania informacji o przetargu do terminu na złożenie oferty) uzyskać zgody właścicieli na przystąpienie do niego. Obniżenie ceny pierwotnej w drugim przetargu i dodatkowy czas (pomiędzy przetargami) pozwalają im dokonać własnych analiz opłacalności tej inwestycji (w upadłe przedsiębiorstwo).

W opinii wyceniającego, już sam fakt podjęcia przez Syndyka „ST INVESTMENTS” Sp. z o.o. Sp. k. w upadłości decyzji o próbie zbycia

przedsiębiorstwa z wyłączeniami lub ewentualnie wyodrębnionej ZCP wskazuje, iż w jego ocenie posiadają one w takiej postaci wartość rynkową wyższą niż suma składników majątkowych.

2. Metody wycen przedsiębiorstw z uwzględnieniem działających w sektorze świadczenia usług noclegowych i gastronomicznych

Autor wskazuje, iż pomimo faktu, że polskie przepisy poświęcone upadłości mają długie korzenie oraz polscy przedstawiciele brali udział w konsultacjach nad drugą szansą dla przedsiębiorców, to wciąż np. nie doprowadzono do ustalenia jednolitych „standardów” zarówno oceny niewypłacalności, jak i wyceny upadłego przedsiębiorstwa. Wynika to prawdopodobnie z racji relatywnie niewielkiej ilości transakcji sprzedaży całych przedsiębiorstw upadłych czy ich zorganizowanych części oraz poziomem zainteresowania teoretyków i praktyków tym zagadnieniem, który należy uznać za niewystarczający. W związku z tym, należy wskazać, iż dokonując wyceny przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części utrudnione jest korzystanie z metod stosowanych przy wycenie przedsiębiorstw „zdrowych”¹⁷, gdzie przykładowo funkcjonują już ogólne zasady wyceny opisane choćby w Nocie Interpretacyjnej nr 5 Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych oraz w Kodeksie POLVAL Polskiego Stowarzyszenie Wyceny Złóż Kopalin¹⁸.

Typologia metod wyceny przedsiębiorstw opiera się na kilku zasadniczych kryteriach, które umożliwiają wyróżnienie istotnych odmienności podejścia poszczególnych metod. Z uwagi na dyskusyjny i niejednoznaczny charakter samej kategorii wartości i różne rozumienie procesu wyceny spotykane w teorii, klasyfikacje różnią się zarówno pod względem znaczenia używanych terminów, jak i liczby wyszczególnianych metod oraz „ostrością” klasyfikacji.

Podstawowym podziałem metod wyceny przedsiębiorstw jest podział na metody majątkowe i metody dochodowe¹⁹. Wymienione grupy reprezentują zupełnie odmienne filozofie. Pierwsza filozofia to tak zwane podejście majątkowe (*property approach* – grupa metod majątkowych). Drugą można określić mianem podejścia dochodowego (*income approach* – grupa metod dochodowych). Według koncepcji majątkowych biznes wart jest tyle, ile jest wart przynależny do niego majątek. Zaletami tej grupy metod są między innymi: względna prostota, łatwość interpretacji i porównań wyników wycen oraz stosunkowo niewielka dyspersja wyników nawet przy bardzo dużej liczbie niezależnych ekspertyz. Podstawowe wady to nieuwzględnianie możliwości rozwojowych biznesu i stopnia efektywnego wykorzystania posiadanego majątku oraz opieranie się na danych nie zawsze odzwierciedlających rzeczywistą wartość

¹⁷ Kategoria przedsiębiorstw zdrowych jest powszechnie stosowana w analizie dyskryminacyjnej prognozowania bankructwa oraz w ocenie zdolności kredytowej generowanej przez banki i inne instytucje finansowe. Dychotomiczny podział zakłada istnienie przedsiębiorstw zdrowych oraz zagrożonych upadłością.

¹⁸ P. Saługa, *Kodeks POLVAL - polski standard wyceny złóż kopalin*, Surowce i Maszyny Budowlane nr 3-4, 2008, s. 13-17.

¹⁹ Por. np. E.A. Helfert: *Techniques of Financial Analysis*. 6th edit. Irwin, Homewood 1987, s. 337–376.

użytkową składników majątku. Wśród omawianej grupy metod do najbardziej znanych należą: wycena według wartości księgowej, wycena według wartości skorygowanych aktywów netto, wycena według wartości odtworzeniowej i wycena według wartości likwidacyjnej.

Myśl przewodnia podejścia dochodowego sprowadza się do stwierdzenia, że biznes jest wart tyle, ile przyniesie dochodu poczynając od dzisiaj do nieskończoności. Fundamentalną zaletą tej grupy metod jest uwzględnianie w wynikach wyceny możliwości rozwojowych biznesu. Główne wady to relatywnie większa złożoność oraz znaczne ryzyko popełnienia błędów lub dokonywania świadomych manipulacji. Najczęściej stosowane metody wchodzące w skład tej grupy to metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, metoda przyszłych zysków oraz metoda wskaźnika cena/zysk.

W ramach powyższego podziału, w którym kryterium jest przedmiot wyceny (czyli majątek firmy lub jego zdolność do generowania nadwyżek pieniężnych), niektórzy autorzy wyróżniają jeszcze tak zwane metody rynkowe, zwane też metodami mnożników rynkowych²⁰. Wyróżnianie tej grupy metod przy tak zdefiniowanym kryterium może budzić pewne wątpliwości. Metody te – w zależności od przyjętego mnożnika – można bowiem w zasadzie zawsze przypisać albo do podejścia dochodowego (na przykład wspomniana metoda wskaźnika cena/zysk), albo do podejścia majątkowego (na przykład metoda wskaźnika cena/wartość księgowa). Gdyby dokonać jednak pewnej modyfikacji tego kryterium przez wyodrębnienie metod ze względu na podstawowe źródło informacji służące do wyznaczania wartości firmy, wówczas można by mówić o:

- metodach dochodowych, które opierają się na szczegółowych prognozach przyszłych dochodów (w sensie przepływów pieniężnych, zysków lub dywidend);
- metodach majątkowych, zasadzających się na szczegółowych szacunkach wartości poszczególnych obiektów majątku;
- metodach rynkowych, opierających się na wyprowadzaniu wartości firmy z porównań z pewnymi wskaźnikami (mnożnikami) występującymi na rynku.

Również ten podział może budzić kontrowersje, gdyż nie pozwala na bezdyskusyjne zakwalifikowanie każdego ze sposobów wyceny do jednej z grup. Pewne zacieranie różnic następuje w szczególności na styku metod majątkowych i rynkowych (na przykład szczegółowe szacunki wartości odtworzeniowej różnych aktywów oparte na notowaniach z rynku mogłyby być zaliczone do obu grup – aczkolwiek zgodnie z intencją tej klasyfikacji powinny być uwzględnione w grupie metod majątkowych).

Stosunkowo dużym uznaniem cieszy się podział metod wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych na:

- metody oparte na wycenie aktywów,
- metody dochodowe,

²⁰ J. Gajdka: *Metody wyceny przedsiębiorstwa. W: Vademecum prywatyzacji II*. Poltext, Warszawa 1992, s. 71–73.

- metody mieszane.

W praktyce podział ten odpowiada klasyfikacji metod według przedmiotu wyceny, wyodrębnia bowiem metody majątkowe (metody oparte na wycenie aktywów) i metody dochodowe. Pojawia się tu dodatkowa grupa, reprezentująca tak zwane metody mieszane, które faktycznie trudno uznać za jakiś odrębny, szczególny sposób ustalania wartości. Wśród metod mieszanych znajdują się zarówno proste średnie wyznaczane na podstawie wcześniej przeprowadzonych szacunków wartości z wykorzystaniem podejścia dochodowego i majątkowego (metoda berlińska, metoda szwajcarska), jak i bardziej wysublimowane metody, sprowadzające się do szacowania dodatkowej wartości ponad wartość ucieleśnioną w majątku przedsiębiorstwa (różne warianty metody nadwyżki zysków)²¹.

Przechodząc do specjalistycznych metod wyceny obiektów noclegowych świadczących też usługi gastronomiczne i spa, to wskazać należy, iż specyfika prowadzenia działalności i wielka ilość transakcji sprzedaży czy fuzji powoduje, iż dla szeroko pojętego sektora usług noclegowych wypracowano na świecie specjalistyczne metody wyceny tego typu przedsiębiorstw czy jego zorganizowanych części.

Gdy obiekt wykorzystywany komercyjnie na potrzeby świadczenia usług noclegowych (za takie uznajemy zarówno hotele jak i pensjonaty, motele czy całoroczne ośrodki wczasowe) ma być sprzedawany bądź kupowany - bez względu na jego wielkość – to **podstawowym problemem jest ustalenie ceny rzetelnie odzwierciedlającej jego wartość.**

W związku z tym, autor raportu poniżej wskaże specjalistyczną metodologię wyceny obiektów świadczących szeroko pojęte usługi noclegowe ze wskazaniem różnic w podejściu do wyceny w stosunku do małych i dużych obiektów świadczących usługi noclegowe.

Proces wyceny i sprzedaży samej nieruchomości świadczącej w momencie wyceny kompleksowe usługi noclegowe czy zorganizowanej części przedsiębiorstwa, w skład którego wchodzić będzie ten obiekt wygląda zupełnie inaczej w sytuacji, gdy mamy do czynienia z małym czy dużym biznesem. Nie istnieje jednolita definicja rozróżniająca mały biznes od dużego biznesu. Jednak podstawowa różnica jest taka, iż: *„mały biznes to taki biznes, w którym właściciel pełni jednocześnie funkcję zarządzającego, a przychody generowane przez firmę w znacznym stopniu służą na wypłatę wynagrodzenia właściciela.”*

Wiele osób zajmujących się problematyką wyceny hoteli, moteli czy pensjonatów popełnia fundamentalny błąd, stosując dla określenia ich wartość wprost metodologię właściwą dla wyceny dużych przedsiębiorstw. Kupujący udziały czy akcje w średnich i dużych przedsiębiorstwach zazwyczaj nie angażują się w ich bieżące

²¹ Metody mieszane są prezentowane w licznych opracowaniach. Zob. np. R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek: op. cit., s. 55–63; A. Kamela-Sowińska: *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*. Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1994, s. 31–32.

zarządzanie, czyli cechują ich zachowania inwestorskie - inwestują dla uzyskania oczekiwanej stopy zwrotu.

Kupujący pojedynczy obiekt hotelowy, condo-hotel, ośrodek wypoczynkowy, motel czy pensjonat inwestor z reguły będzie go również sam prowadził, dlatego też jest przedsiębiorcą inwestującym własne pieniądze, ale i oczekującym, iż za własny wkład pracy uzyska adekwatne dodatkowe wynagrodzenie. Wysokość tego wynagrodzenia ustala on sam, w arbitralny sposób, co powoduje, że podobne wielkością i charakterem przedsiębiorstwa mają różne wyniki finansowe. W tej sytuacji prosta analiza sprawozdań finansowych prowadzi z definicji do błędnych i nielogicznych wyników. Właśnie wielkość, sposób sprawowania funkcji właścicielskiej, forma prawna, formy opodatkowania, sposób prowadzenia spraw firmy, trwałość i stabilność w czasie, cechy organizacyjne to tylko część różnic powodujących jednak, że podejście do wyceny małego i dużego biznesu z definicji musi być inne.

Poniżej wyceniający przedstawi zestawienie cech odróżniających małe i większe obiekty świadczące usługi kompleksowe noclegowe:

- **Wielkość** - mierzona poziomem obrotów. Typowo, małe biznesy w tej branży nie przekraczają kilkunastu milionów złotych obrotu.
- **Własność** - w dużych biznesach tego sektora właściele najczęściej nie angażują się w jego bieżącą działalność operacyjną. W małych obiektach właściele są zaangażowani w bieżącą działalność w pełnym wymiarze czasu.
- **Forma prawna** - duże przedsiębiorstwa tego sektora prawie w 100% operują w formie spółek kapitałowych (akcyjna lub z ograniczoną odpowiedzialnością), podczas gdy podstawową formą działalności małych przedsiębiorstw świadczących tego typu usługi jest zarejestrowana działalność gospodarcza lub spółki o charakterze cywilnym.
- **Zarządzanie** - duże biznesy hotelowe angażują profesjonalnych menedżerów prowadzących bieżące sprawy przedsiębiorstwa. Właściele podejmują kluczowe dla biznesu decyzje w formie uczestnictwa w organach kontrolnych oraz nadzorczych. W małych hotelach pracujący właściele rozwiązują wszystkie sprawy na bieżąco.
- **Wizerunek zewnętrzny** - duże hotele są postrzegane przez otoczenie gospodarcze (klienci, dostawcy, banki, lokalna społeczność etc.) jako odrębne od właścicieli. W przypadku małych obiektów to właściciel postrzegany jest jako hotel.
- **Stabilność i trwałość** - w dużych obiektach zakłada się, że posiadając atrybuty niezależności organizacyjnej hotel przetrwa poza czas aktywności jego właścicieli. W małych hotelach czy motelach czas aktywności biznesowej właścicieli jest zazwyczaj równy czasowi życia obiektu.

- **Przeniesienie własności** - w przypadku dużych hoteli istnieją proste prawno - instytucjonalne instrumenty związane z przenoszeniem własności.
- **Organizacja** – duże hotele mają często rozbudowaną organizację i jasną strukturę. Często prowadzą działalność w licznych lokalizacjach czy oddziałach. Małe hotele operują na ogół w jednym miejscu, a sposób ich funkcjonowania przypomina nieformalną grupę.

W metodologii wyróżnia się dwa podstawowe standardy wartości w odniesieniu do wartości przedsiębiorstw:

- wartość rynkowa: jest to cena wyrażona w pieniądzu, którą kupujący mógłby zapłacić a sprzedawca zaakceptować, jeżeli biznes zostałby wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku na odpowiedni okres czasu, kupujący i sprzedający byłoby w posiadaniu wszystkich istotnych faktów oraz żadna ze stron nie działałaby pod przymusem,
- indywidualna wartość inwestycyjna: subiektywna wartość inwestycji określana przez właściciela (w toku postępowania upadłościowego – upadłego) dla konkretnego inwestora bądź grupy inwestorów, oparta na indywidualnych wymaganiach bądź założeniach inwestycyjnych; w odróżnieniu od wartości rynkowej, która jest oparta na uśrednionych oczekiwaniach i założeniach inwestorów.

Różnica między wartością rynkową a indywidualną wartością inwestycyjną może być znaczna, jeśli oceniającym jest inwestor strategiczny lub upadły. Oceniając wartość hotelu czy przedsiębiorstwa, patrzą oni bowiem przez pryzmat wcześniejszych osiągniętych dochodów lub planowanych (upadły) lub możliwych do wprowadzenia zmian i ulepszeń, które inwestor będzie w stanie wprowadzić i które przyniosą określone efekty ekonomiczne.

Podkreślić jednak należy, iż co do zasady obiekty świadczące usługi noclegowe tym odróżniają się od wielu innych biznesów, że znaczną część ich wartości stanowi nieruchomość lub prawa do wykorzystywania nieruchomości.

Należy zaznaczyć, że w potocznym rozumieniu wycena hotelu, motelu, ośrodka wczasowego itp. jest pojęciem mało precyzyjnym, niejednoznacznym. W życiu codziennym mówiąc o wycenie biznesu typu hotel możemy mieć do czynienia z trzema odmiennymi przypadkami, które w sposób zasadniczy różnią się od siebie, zarówno co do przedmiotu jak i zakresu procesu wyceny.

1) „Wycena hotelu” - wycena nieruchomości.

Jest to sytuacja, w której mamy do czynienia wyłącznie z szacowaniem wartości nieruchomości hotelowej. Nieruchomości w znaczeniu prawnym, kodeksowym (art. 46. kodeksu cywilnego), na której prowadzona jest działalność polegająca na świadczeniu usług noclegowych. A zatem przedmiotem wyceny będzie konkretna nieruchomość

objęta księgą wieczystą np. KW 0000 stanowiąca działkę geodezyjną nr ewid. np. 000, zabudowaną budynkiem nr. ewid. bud. np. 000, która to nieruchomość jest wykorzystywana na potrzeby działalności "Hotelu XXX"

Przykład a) Jan Kowalski zdecydował się zrealizować swe wieloletnie marzenia zawodowe i wraz z rodziną pragnie rozpocząć prowadzenie działalności hotelarskiej w znanej miejscowości wypoczynkowej. Aby zakupić wybrany przez siebie obiekt - niewielki hotel w dzielnicy nadmorskiej - potrzebuje uzyskać wsparcie finansowe banku, leasingodawcy, itp. W takim przypadku zabezpieczenie wierzytelności kredytodawcy stanowi zazwyczaj hipoteka na nieruchomości będącej przedmiotem transakcji. W związku z powyższym Jan Kowalski zleca sporządzenie operatu szacunkowego określającego wartość rynkową kupowanej nieruchomości, bowiem przedłożenie tego dokumentu instytucji finansowej (bankowi, leasingodawcy) będzie niezbędne w procesie ubiegania się o kredyt.

Przykład b) Spółka prawa handlowego prowadzi działalność hotelarską na nieruchomości, która stanowi składnik jej majątku. Dla celów optymalizacji podatkowej i sprawozdawczości finansowej Spółka zleca oszacowanie aktualnej wartości godziwej nieruchomości, na której funkcjonuje wspomniany hotel.

2) „Wycena hotelu” - wycena obiektu noclegowego.

W tym znaczeniu mówiąc o "wycenie hotelu" mamy na myśli wycenę nieruchomości hotelowej, na której prowadzona jest działalność polegająca na świadczeniu usług noclegowych wraz z wyceną wyposażenia. Tak się bowiem składa, że żaden hotel (motel, pensjonat, itp.), pomimo tego, że już z samej definicji określany zwykle bywa jako nieruchomość specjalistyczna, tzn. zaprojektowana wyłącznie do pełnienia swej specjalistycznej funkcji, to jednak nie może w sensie gospodarczo racjonalnym i zgodnym ze swym przeznaczeniem funkcjonować bez odpowiedniego wyposażenia (np. mebli hotelowych, centrum recepcyjnego, wyposażenia spa, itp.). A zatem, często na rynku występują przypadki, kiedy występuje potrzeba oszacowania wartości nieruchomości hotelowej wraz z jej wyposażeniem.

Przykład. Strony pragną przeprowadzić transakcję kupna - sprzedaży małego hotelu spa, położonego w miejscowości uzdrowskiej. Wraz z nieruchomością nabywca pragnie zakupić aktualne wyposażenie obiektu. Nie mogąc się porozumieć co do ceny sprzedaży, strony zlecają sporządzenie wyceny obiektu będącego przedmiotem transakcji tj. nieruchomości hotelowej wraz ze specjalistycznym wyposażeniem.

3) „Wycena hotelu” - wycena przedsiębiorstwa.

Jest to pojęcie najszersze, obejmujące całe przedsiębiorstwo jako zorganizowaną całość, w skład którego wchodzi rzeczowe aktywa trwałe, w tym także zazwyczaj nieruchomość hotelowa wraz ze specjalistycznym wyposażeniem, ale

również i wszelkie aktywa, należności, zobowiązania, wartości niematerialne i prawne, znaki towarowe, marka, itp.

Przykład. Spółka prawa handlowego pod firmą "Hotel XXX Sp. z o.o." prowadzi hotel w popularnym kurorcie. Jest to dla niej podstawowy profil działalności. Zgodnie z wolą swych udziałowców spółka ma stanowić przedmiot aportu do nowo tworzonego podmiotu prawa handlowego, którego gospodarczym celem będzie stworzenie składającego się z wielu obiektów kompleksowego centrum odnowy i rekreacji. W tej sytuacji zlecona będzie wycena przedsiębiorstwa stanowiącego przedmiot aportu. Mając przy tym pełną świadomość, że wycenie podlegać będzie wspomniana "Hotel XXX Sp. z o.o.". w mowie potocznej często używamy skrótu myślowego posługując się także i w tym przypadku terminem "wycena hotelu".

Reasumując „Hotel” to dość skomplikowany podmiot, nieruchomości o wyjątkowym charakterze, na którą składają się takie integralne składniki, jak działka - lokalizacja, budynek, wyposażenie i prowadzona w budynku działalność. Czasami potrzebujemy spojrzeć oddzielnie na poszczególne składniki, np. gdy chcemy wycenić "czystą" nieruchomość, abstrahując od wyposażenia, czy też wpływu, który na wyniki wywierają umiejętności zatrudnionej w hotelu kadry menedżerskiej. Wtedy musimy wartość hotelu podzielić pomiędzy poszczególne składniki, a to wymaga specjalnego podejścia.

Dochód biznesu w postaci obiektu noclegowego jest więc wypadkową czterech elementów, niezbędnych do prowadzenia tego typu działalności:

1. lokalizacja,
2. budynek,
3. wyposażenie,
4. personel.

Ad.1. Trafny wybór lokalizacji pod budowę hotelu/obiektu noclegowego w dużym stopniu przesądza o jego potencjale dochodowym. Ten składnik obiektu nie da się już zmienić w trakcie jego eksploatacji, lokalizacja wprawdzie może zmieniać swój charakter na lepszy bądź gorszy, ale hotelu przenieść się już nie da. Resztę można zmodernizować, poprawić, rozbudować bądź ograniczyć, dostosowując obiekt do wymagań rynku.

Ad.2. Budynek, w którym jest lub będzie prowadzona działalność, posiada określone parametry i cechy niezbędne dla wybranej marki, standardu. Funkcje tego budynku nie są już jednak niezmiennie - w zależności od sytuacji na rynku, wysokości dostępnych środków i możliwości zwrotu mogą być modyfikowane.

Ad.3. Dla uruchomienia działalności niezbędne będzie jeszcze całe wyposażenie ruchome (z ang. furniture, fixture & equipment - FF&E), pochłaniające dużą część nakładów (nawet 20-25 proc.), o względnie krótkim okresie eksploatacji,

szybko zużywające się i wymagające cyklicznej wymiany, a więc też regularnych nakładów.

Ad.4. Ostatni, ale jednocześnie bardzo ważny składnik hotelu, to odpowiednio przygotowana kadra, umiejętności menedżerskie, wiedza, organizacja, standardy operacyjne, procedury i procesy niezbędne do prowadzenia działalności i składające się na tę działalność, czyli hotelarskie operacyjne *know how*.

Pełna, wielowymiarowa wycena takiego biznesu, pozwalająca na ocenę jego wartości z różnych punktów widzenia, wymaga indywidualnego spojrzenia na każdy składnik. To indywidualne spojrzenie pozwoli zarówno na odizolowanie wartości samej nieruchomości (działka, mury - real property component) od wartości biznesu (business component), który w tej nieruchomości jest prowadzony.

Na rynku stosuje się różnorodne metody wyceny, które mają zarówno zalety jak i niestety wady. Rushmore w 1992 roku przedstawił siedem technik wyceny hoteli na przykładach liczbowych. Wszystkie przedstawione metody dochodziły do bardzo podobnych wniosków. Jednakże autor podkreślał, iż, w zależności od celu wyceny, motywu nabywcy lub sprzedawcy oraz od dostępnych danych, poszczególne metody mogą prowadzić do bardziej lub mniej wiarygodnych wyników. W innym opracowaniu z 2003 roku de Roos i Rushmore stwierdzili, że najczęściej przy wycenie biznesów hotelowych stosować się winno, podobnie jak przy innych wycenach, trzy grupy metod tj. kosztową, porównawczą oraz dochodową.

Z doświadczenia zawodowego wyceniającego w realiach polskich najczęściej stosowana jest metoda dochodowa (*income capitalization approach*), którą uznaje się za wiarygodną i dość dokładnie informującą o wartości rynkowej wycenianego obiektu, natomiast pozostałe dwie metody wraz z metodami zaliczanymi do grupy metod rynkowych służą generalnie do szacowania tzw. przedziału wartości.

Wskazać jednak należy, iż stosowanie w realiach polskich metod kosztowych na podstawie tzw. kosztu odtworzeniowego inwestycji nie jest właściwe. Takie podejście jest jednak typowe dla sytuacji, gdy właściciel z różnych powodów chce sprzedać swój biznes (najczęściej tworzony od podstaw) i jako jego wartość rynkową wskazuje, iż „chce otrzymać **tylko** zwrot poniesionych nakładów”. O ile takie podejście można uznać za słuszne w stosunku do obiektów będących w toku inwestycji lub świeżo oddanych do eksploatacji, to w stosunku do biznesów działających od wielu lat lub nabytych na rynku wtórnym jest ono niewłaściwe.

Samo szacowanie kwot zainwestowanych rzeczywiście w budowę obiektów noclegowych i ich wyposażenie była, jest i pewnie będzie zawsze w negocjacjach sprawą sporną. Jednak w negocjacjach przy sprzedaży wartość ta często się pojawia ze względu na fakt, iż stanowi ona tzw. próg oczekiwań sprzedającego zwłaszcza w sytuacji, gdy biznes nie przynosi oczekiwanej przez niego stopy zwrotu z inwestycji i chce on z niej się wycofać lub obiekt generuje straty a właściciel nie potrafi zdiagnozować ich przyczyn i je wyeliminować. Poza tym w tych, nawet w oficjalnych

informacjach często mylone, czy też używane w różnych znaczeniach jest pojęcie: wartość inwestycji. Dla jednych jest ono tożsame z nakładami pieniężnymi niezbędnymi do wybudowania w pełni wyposażonego obiektu noclegowego, dla innych wartość tego obiektu tuż po wybudowaniu, dla jeszcze innych domniemana wartość, jaką może osiągnąć nieruchomość hotelowa po kilku latach funkcjonowania przy np. 100-proc. wykorzystaniu miejsc.

Jako wartość inwestycji podawana jest więc wartość zawierająca w sobie:

- tylko cenę gotowego obiektu, ale pustego (tj. bez wyposażenia);
- cenę gotowego obiektu z wyposażeniem;
- cenę gotowego obiektu z wyposażeniem powiększoną o wszelkie koszty zatrudnienia i szkolenia personelu oraz wprowadzająca obiekt na rynek akcja marketingowa.

Wskazać należy również, iż wartość inwestycji w informacjach ogólnodostępnych podawana jest raz wraz z ceną zakupu działki, raz z rynkową wartością tej działki, a najczęściej w ogóle bez kosztów działki. Nawet jeśli działka nie jest uwzględniona w podawanych oficjalnie sumach, to nie jest to zaznaczone. Najbardziej zbliżoną, ze względu na zasadę, do reguł szacowania skali rzeczywistego zaangażowania inwestorów bazującego na twardych liczbach, są wyliczenia oparte na kosztach produkcji budowlanej i wielkości powierzchni w obiektach noclegowych oddanych w danym roku, czyli na danych publikowanych przez GUS. Jednak mimo teoretycznej poprawności tej metodologii, można otrzymać wyniki zdecydowanie odbiegające od realiów. Nie wdając się w dociekania, czy rozbieżności w określeniu wartości inwestycji według danych GUS-u wynikają z braku ich uszczegółowienia, czy też z „zmieszania” w trakcie dokonywania obliczeń powierzchni obiektów hotelowych z innymi obiektami turystycznego zakwaterowania, których część jak np. domki wypoczynkowe, nie są przeznaczane przez inwestorów do zarobkowego przyjmowania gości, a jednak są ujmowane w tych danych powoduje, że danych tych nie można zastosować wprost do określania wartości inwestycji.

Dodatkowo wiadomym jest, iż nakłady inwestycyjne na dwa identyczne obiekty nigdy nie będą tożsame, nawet jeśli zostały zbudowane według tych samych planów i niemal w tym samym czasie i niemal w takich samych warunkach. Różne są systemy realizacji inwestycji, organizacji budowy, kontraktowania wykonawców. W efekcie: odmienna czasochłonność prac i różne ceny materiałów i wyposażenia. Ceny wykonawstwa są negocjowane indywidualnie. Materiałów budowlanych i wyposażenia obiektu też nie kupuje się z półki sklepowej, ale indywidualnie negocjuje ich ceny z dostawcami i producentami. Dwa niemal identyczne pod względem architektury i potencjału obiekty budowane przez dwóch niezależnych od siebie inwestorów, mogą mieć ostateczną „cenę” różną nawet o 100 proc. Inne są też koszty budowy, a szczególnie wyposażenia, obiektów indywidualnych i zgodnych ze standardami sieci hotelowych. Nie znając szczegółów, a estymując skalę kilkudziesięciu podobnych

inwestycji, należy oczywiście założyć możliwość kumulowanie się błędu popełnionego przy szacunkach jednostkowej inwestycji.

Inne z podejść kosztowych opiera się na założeniu, że kupujący będzie skłonny zapłacić za hotel tyle, ile wyniósłby koszt wybudowania porównywalnego obiektu w porównywalnym miejscu, pomniejszony o zużycie (amortyzację). To podejście jest rekomendowane przez literaturę wyceny hoteli, ale tylko w odniesieniu do stosunkowo nowych obiektów. Metody tej nie należy stosować przy szacowaniu wartości dłuższej działających hoteli i moteli, ponieważ jej logika nie odzwierciedla wypracowanego przez lata przez dany obiekt rynku i posiadanego *know-how*. W przypadku czynnych biznesów inwestorzy nie kupują bowiem tylko samej powierzchni hotelowej, lecz de facto strumienie pieniężne pozostawiane przez ich gości. Kluczową rolę zatem w wycenie hoteli mają metody dochodowe i porównawcze.

W Europie Zachodniej i USA przy wycenach małych i średnich biznesów tego typu stosuje się najczęściej:

- metodę dochodów rozporządzalnych sprzedającego,
- metodę nadwyżki dochodów,
- metody porównywalnych transakcji
- metodę sumowania aktywów materialnych i niematerialnych,
- metoda reguły kciuka.

Metoda dochodów rozporządzalnych sprzedającego jest uproszczoną, dochodową metodą wyceny biznesów hotelowych. Dla oszacowania wartości przedsiębiorstwa według tej metody konieczne jest ustalenie wysokości dochodów rozporządzalnych sprzedającego (DRS) oraz wartości mnożnika dochodów rozporządzalnych (MDR). Iloczyn $DRS \times MDR$ daje nam wartość tej części materialnych i niematerialnych hotelu, które są nierozzerwalnie związane z jego zdolnością do generowania przepływów pieniężnych, a których wartość nie podlega znacznym wahaniom w czasie tj. wyposażenia, instalacji i wartości niematerialnych (klienci, pracownicy itp.) Aby otrzymać wartość hotelu, do otrzymanego wyniku należy dodać: wartość gotówki, należności, zapasów, nieruchomości i pozostałych aktywów, w tym aktywów nieoperacyjnych oraz odjąć wszelkie zobowiązania. Rozporządzalne dochody sprzedającego (DRS) rozumiane są jako zysk przed opodatkowaniem, kosztami odsetkowymi, deprecjacją i amortyzacją (EBITDA) powiększony o wynagrodzenie wypłacane właścicielowi wraz ze wszystkimi dodatkowymi benefitami (np. nieobowiązkowe ubezpieczenie zdrowotne, koszt użytkowania samochodu służbowego do celów prywatnych, podróże itp.) Wartość Mnożnika Dochodów Rozporządzalnych (MDR) zależy od ryzyka związanego z działalnością hotelu oraz poziomu jego rozwoju. Im mniejsze ryzyko, a poziom rozwoju wyższy, tym wartość wskaźnika jest wyższa. Mnożnik ustala się poprzez analizę hotelu w dziesięciu podstawowych obszarach ryzyka:

- stabilność dochodów w przeszłości,
- trend zmiany rynku,

- typ biznesu,
- lokalizacja i udogodnienia,
- stabilność zatrudnienia,
- konkurencja,
- zróżnicowanie produktów,
- popyt i marka,
- sposób zarządzania przedsiębiorstwem,
- zdolność pozyskania finansowania zewnętrznego.

Dla każdego obszaru ryzyka ustala się wartość mnożnika (w skali od 0,1 do 3) oraz wagę ryzyka. Suma iloczynów wartości mnożników i wag dla poszczególnych obszarów daje wartość mnożnika rozporządzalnych dochodów. Większość transakcji sprzedaży małych hoteli i moteli zawierana jest w formie sprzedaży aktywów. Ważne jest zatem dokładne określenie, jakie składniki majątku podlegają wycenie.

Metoda DRS służy wycenie:

- wyposażenia i instalacji,
- wartości organizacyjnej przedsiębiorstwa (*goodwill*),
- wszystkich pozostałych wartości niematerialnych

Inne składniki majątku, takie jak: gotówka, należności, zapłacone zaliczki, nieruchomości, aktywa nieoperacyjne oraz zapasy muszą zostać dodane oddzielnie, a uzyskana wartość powinna być skorygowana o zobowiązania firmy.

W metodzie nadwyżki dochodów wartość hotelu równoważna jest wartości aktywów netto powiększonych o wartość organizacyjną przedsiębiorstwa (*goodwill*). Metoda ta odzwierciedla przekonanie, iż właściciel ma prawo do uzyskiwania pewnego założonego zwrotu z aktywów hotelu. Jeżeli ten zwrot jest wyższy, mówimy o występowaniu nadwyżki dochodów, za którą należy się dodatkowa premia. Metoda ta, przyjęta została jako oficjalna metoda wyceny małych przedsiębiorstw przez Amerykański Departament Skarbu. Jest to prosta i szybka metoda, ale niestety niezbyt dokładna.

Algorytm wyceny metodą nadwyżki dochodów jest następujący:

- 1) należy w pierwszej kolejności obliczyć wynik finansowy (przed opodatkowaniem), który osiąga wyceniany obiekt i powiększyć go o wypłacane sobie wynagrodzenie wraz ze wszystkimi dodatkowymi benefitami (telefon komórkowy, podróże, nieobowiązkowe ubezpieczenie zdrowotne etc.);
- 2) jeśli właściciel sam prowadzi hotel, od uzyskanego wyniku należy odjąć rynkowe wynagrodzenie, które musiałbyś zapłacić menedżerowi, tak by go prowadził;
- 3) następnie należy oszacować wartość nieruchomości, wyposażenia i innych środków trwałych;
- 4) określić rozsądną stopą zwrotu w środki trwałe (może to być 9-20%)

- 5) kolejnym krokiem jest pomnożenie wartości środków trwałych (uzyskanych w pkt. 3) przez stopę zwrotu (określoną w pkt. 4). Otrzymana wartość to normalny zwrot, który powinien osiągać właściciel z posiadanych środków trwałych;
- 6) od uzyskanej powyżej kwoty (określonej w pkt. 5) następnie należy odjąć skorygowany wynik finansowy (obliczone w pkt. 2). Otrzymana wartość to tzw. nadwyżka dochodów. Uważa się, że jej źródłem jest wartość organizacyjna przedsiębiorstwa (*goodwill*);
- 7) nadwyżkę dochodów (określona w pkt. 6) należy skapitalizować przyjętą stopą kapitalizacji. Najczęściej przyjmowaną wartością jest 33% (nadwyżka uzyskiwana w okresie 3 lat). Otrzymana kwota jest wartością organizacyjną przedsiębiorstwa (*goodwill*);
- 8) sumując wartość środków trwałych hotelu (z pkt. 3) i wartość organizacyjną (z pkt. 7) otrzymujemy wartość przedsiębiorstwa świadczącego usługi noclegowe.

Przykład: Jeżeli hotel dysponuje majątkiem o wartości 5.000.000 zł i zakłada się, iż powinien on generować zwrot w wysokości 20% rocznie (czyli 1.000.000 zł), a wartość przychodów operacyjnych firmy przed opodatkowaniem wynosi 1.300.000 zł, to w przedsiębiorstwie tym występuje nadwyżka dochodów w wysokości 300.000 zł (1.300.000 – 1.000.000). Przyjmuje się, że nadwyżka ta tworzona jest przez wartość organizacyjną przedsiębiorstwa (*goodwill*). Wartość goodwill wylicza się kapitalizując nadwyżkę dochodów przyjętą stopą kapitalizacji (najczęściej 33,3%). W naszym przykładzie wartość biznesu wyniesie zatem 5.000.000 (aktywa) plus 900.000 goodwill ($300.000/33.3$) = razem 5.900.000 PLN.

Metoda porównywalnych transakcji należy do grupy rynkowych (mnożnikowych) metod wyceny, a jej istotą jest porównanie wybranej wartości ekonomicznej hotelu z mnożnikami ustalonymi dla podobnych obiektów, które bądź zostały sprzedane w prywatnych transakcjach, bądź notowane są na rynkach otwartych i dokonaniu odpowiednich korekt ze względu na wielkość i płynność wycenianego hotelu. Jest to szybka i jednocześnie jedna z najdokładniejszych metod wyceny, pod warunkiem, że dysponuje się danymi transakcji porównywalnych. Oczwistym problemem w warunkach polskich jest jakość i dostępność danych. Ilość informacji o transakcjach sprzedaży małych firm jest znikoma, a mnożniki publikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych, często wynikają z koniunktury giełdowej lub mody na pewne branże. Przy stosowaniu metod mnożnikowych w oparciu o mnożnik pochodzący z GWP z dnia sporządzania wyceny łatwo jest o przeszacowanie lub niedoszacowanie wartości obiektu świadczącego usługi noclegowe. Jednak, jeśli do wyceny zastosuje się średni mnożnik z dłuższego (np. 2-3 letniego) horyzontu czasowego w większości przypadków unika się błędu wynikającego z zawirowań koniunkturalnych jakie mogły wystąpić w tym okresie w danym sektorze lub w danej spółce notowanej na GWP.

Aby wycena metoda porównywalnych transakcji dała poprawny wynik należy:

- odpowiednio dobrać grupę porównywalnych przedsiębiorstw (podobna struktura aktywów oraz przychodów i kosztów);
- wybrać odpowiedni mnożnik (jak najmniejsze zróżnicowanie wskaźnika wśród grupy porównywalnych firm i jak najmniejsza zmienność w czasie);
- zastosować odpowiednią premię za wielkość i płynność (inwestor oczekuje dodatkowej premii, jeśli obiekt i możliwość jego zbycia są mniejsze od tego, dla którego mnożnik był ustalany. W przypadku małych hoteli i moteli premia może wynosić nawet od 40% do 60%).

Metoda sumowania aktywów materialnych i niematerialnych (pochodna metody skorygowanych aktywów netto) jest najbardziej dokładną, ale jednocześnie trudną, skomplikowaną i czasochłonną metodą szacowania wartości przedsiębiorstw posiadających obiekty noclegowe. Polega ona na oddzielnym ustaleniu wartości każdego z materialnych aktywów obiektu noclegowego, ujętych w księgach finansowych oraz aktywów niematerialnych, nie ujętych w księgach finansowych a kreujących wartość organizacyjną przedsiębiorstwa (*goodwill*). Dla określenia wartości przedsiębiorstwa czy jego zorganizowanej części w skład, którego wchodzi obiekt noclegowy tą metodą oddzielnie określa się:

- wartość ziemi;
- wartość budynków, instalacji i wyposażenia;
- wartość zapasów;
- wartość pozostałych składników materialnych;
- wartość wyszkolonych i kompetentnych pracowników;
- wartość bazy stałych klientów;
- wartość reputacji, rozpoznawalności marki czy znaku firmowego;
- wartość preferencyjnych warunków zawartych umów i kontraktów itp.

Wartość w/w składników jest różna dla różnych przedsiębiorstw i odzwierciedla nie tylko poniesione koszty, ale również czas potrzebny na ich stworzenie i możliwość generowania za ich pomocą dochodów w przyszłości, zawartych umów i kontraktów, itp.

Istnieje szereg metod analitycznych pozwalających na szacowanie wartości składników niematerialnych. Przykładowe szacowanie wartości kadry pracowniczej znajduje się w tabeli poniżej.

Przykład: szacowania wartości bazy pracowniczej

Kategoria pracowników	Roczne koszty pracownicze	Roczne wydatki jako procent kosztów			Koszt odtworzenia
		Rekrutacja	Szkolenie	Razem	
Fachowcy	575.000 PLN	10 %	30 %	40 %	230.000 PLN
Personel pomocniczy	75.000 PLN	10 %	20 %	30 %	22.500 PLN
Personel wspomagający	75.000 PLN	10 %	10 %	20 %	15.000 PLN

Całkowity koszt rekrutacji i wykształcenia pracowników	267.000 PLN
Wartość rynkowa wykształconych pracowników	267.500 PLN

Reguły kciuka w szacowaniu wartości przedsiębiorstw posiadających obiekty noclegowe. Skomplikowane analizy i wyceny małych obiektów noclegowych mogą być na tyle kosztowne, że ich przeprowadzanie może być bezcelowe. W takich sytuacjach do określenia wartości wykorzystać można reguły kciuka. Termin „metoda reguły kciuka” nie jest metodą pomiaru długości a jedną z metod wyceny. Wyceniający poniżej wskaże kilka reguł wyceny według tej metody tego typu obiektów;

- 2-3 krotności z rocznych przychodów ze sprzedaży miejsc noclegowych (dane dla obiektów z 15 lub więcej pokojami);
- 8 krotność dochodów rozporządzalnych sprzedającego;
- 7-9 krotność przepływów pieniężnych.

Wycena małego obiektu noclegowego może bardzo różnić się od wyceny innego biznesu. Transakcje kupna – sprzedaży tego typu obiektu nie zawsze obejmują przychody pieniężne generowane przez obiekt, lecz prawie zawsze wiążą się z kupnem lub sprzedażą nieruchomości. Jej stan i często konieczność poniesienia znacznych nakładów kapitałowych na remonty ma ogromne znaczenie. Jeśli nieruchomość jest stara i w nienajlepszym stanie lub istnieje duże ryzyko utraty gości na rzecz potencjalnej konkurencji, która prowadzi inwestycje w pobliżu to do wyżej wymienionych sposobów wyceny należy zastosować korekty wartości związane z potencjalnymi koniecznymi do poniesienia kosztami lub związane z utratą części dotychczas osiągniętych przychodów i dochodów będących do dyspozycji właściciela.

Niektórzy rzeczoznawcy wyceniając małe obiekty noclegowe biorą pod uwagę jedynie wartość ziemi i budynków należących do hotelu. Jest to błędne podejście w wypadku sprzedaży działającego biznesu, gdyż jeśli w obiekcie dodatkowo prowadzona jest restauracja, bar, kręgielnia czy świadczone są usługi dodatkowe (np. typu spa czy lecznicze). Obiekt taki musi być wyceniany z uwzględnieniem wartości zarówno nieruchomości jak i biznesu w postaci poszczególnych dodatkowych świadczonych usług. Wg. reguły kciuka wartość baru lub restauracji równa jest wartości wyposażenia i zapasów powiększonych o 50% wartości rocznej sprzedaży lub 3-krotności dochodów rozporządzalnych sprzedającego w sytuacji, gdy można ze sprawozdań finansowych wyodrębnić przychody i koszty tej działalności.

Autor wyceny wskazuje, iż fakt, że Spółka od zeszłego roku nie zarządza już obiektem Baltic Cliff powoduje, iż jedyną możliwą do zastosowania metodą wyceny jest metoda skorygowanych aktywów netto.

Jak już wskazano powyżej, metodologie wyceny przedsiębiorstw w postępowaniach sądowych nie zostały dotychczas uregulowane ustawowo, podobnie jak nie są w sposób jednoznaczny określone w prawie polskim sposoby wyceny przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku. Jednak nawet dokonanie wyceny przy

zastosowaniu kilku metod - w opinii wyceniającego - nie w każdym przypadku pozwala na określenie rzeczywistej wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Celem ustalenia w sposób właściwy wartości rynkowej upadłego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanych części koniecznym jest nie tylko oparcie się o wartość składników rzeczowych (trwałych i obrotowych) ale także o takie rynkowe determinanty niematerialne, jak kapitał intelektualny, wartość praw przemysłowych (know-how, markę, patenty, prawa autorskie, licencje, znaki towarowe itp.), udział rynkowy czy potencjał wytwórczy czy usługowy (istotny szczególnie w wypadku przedsiębiorstw postawionych w stan likwidacji, z czasowo wstrzymaną działalnością).

Podkreślić należy, iż **termin „wartość”** nie jest pojęciem jednoznacznym, gdyż podobnie jak kategoria *piękno* jest czymś abstrakcyjnym (subiektywnym), jednak w tym wypadku powstaje ona nie w umyśle oceniającej osoby, lecz w umyśle uczestnika rynku (życia) gospodarczego. W związku z tym, podobnie jak niemożliwe jest ustalenie jednego ogólnego symbolu *piękna*, tak samo niemożliwe jest określenie jednej wartości przedsiębiorstwa. **Należy podkreślić, iż na ostateczną cenę transakcji** (określa ona wartość bieżąca/rynkową przedsiębiorstwa) bardzo duży wpływ ma min. determinacja sprzedającego (w sytuacji, gdy jest zmuszony realiami gospodarczymi lub życiowymi do zbycia przedsiębiorstwa, udziałów czy akcji to jest gotów do obniżki, a w wypadku braku konieczności zbycia właściciel dąży do uzyskania ceny maksymalnej) lub kupującego (w sytuacji, gdy zakup przedsiębiorstwa lub większościowego pakietu akcji czy udziałów wynika z jego strategii rynkowej, gotów jest do zapłaty ceny wyższej od oszacowanej, a w wypadku budowy portfela inwestycyjnego zainteresowany jest jak najniższą ceną zakupu, gdyż oczekuje jak najszybszego zwrotu kapitału). Również przewlekłość procesu negocjacji czy procedury przetargowej mogą powodować, iż cena transakcji zacznie odbiegać od tej oszacowanej wartości choćby z tak prozaicznej przyczyny jak wzajemne zmęczenia stron spowodowane brakiem porozumienia, co często skutkuje usztywnieniem się stanowisk stron i twardemu określeniu (często bardzo rozbieżnym) zarówno w zakresie cen, jak i warunków transakcji.

W związku z tym, należy wskazać, iż wycena wartości w trakcie procesu upadłościowego winna być procesem szacowania uwzględniającym wartości zarówno aktywów danej firmy (majątkowe jak i pozamajątkowe), jak i przyszłych korzyści możliwych do osiągnięcia przez nowego nabywcę z ich efektywnego zagospodarowania (często odmiennego od dotychczasowego).

Wycena giełdowa tego samego przedsiębiorstwa w ciągu jednego tygodnia a często nawet w ciągu jednej sesji (dnia) może być zdecydowanie różna mimo, iż nie doszło w tym okresie do żadnych kluczowych zmian w sytuacji gospodarczej tego podmiotu. **Rynek giełdowy jest potwierdzeniem, iż w „rynkowej” wycenie wartości przedsiębiorstwa nie chodzi o to, żeby określić tą jedną idealną cenę przedsiębiorstwa (np. wynikającą z wyceny akcji z dnia debiutu na giełdzie kiedy wszyscy uczestnicy mają tożsamą wiedzę o tym podmiocie wynikającym z prospektu emisyjnego) i tą otrzymaną w ten sposób wartość „wykuć jako stałą w kamieniu” (uznać za najwłaściwszą i niezmienną), ale o to aby była ona**

zmienna, gdyż obecnie handel przedsiębiorstwami (nie tylko całymi ale również udziałami, akcjami) jest obecnie powszechny i stanowi nowy dział (branżę) rynku.

Nabywanie przedsiębiorstw celem ich dalszej odsprzedaży jest dziś powszechne i wiele funduszy inwestycyjnych, firm czy osób fizycznych (dowodem jest np. analiza „portfela” firm będących w posiadaniu 100 najbogatszych Polaków) tym się zajmuje. **W związku z tym, należy stwierdzić, iż zmienność wartości (wyceny) przedsiębiorstw jest dziś wysoce pożądana zarówno z racji funkcji biznesowych (wzrostu wartości wynikających ze zmian wskaźników rynkowych czy finansowych), jak i spekulacyjnych (wynikających często tylko z informacji o zamierzeniach).**

Konieczność dokonania wyceny wartości przedsiębiorstwa (w całości lub zorganizowanych części) w trakcie postępowania upadłościowego wynika wprost z przepisów prawa, tj. art. 319 Prawo upadłościowe. W odróżnieniu od obiegowych (subiektywnych) opinii lub sądów, które nie muszą być przeprowadzone w sposób zorganizowany, wycena dla celów postępowania sądowego musi spełniać następujące warunki:

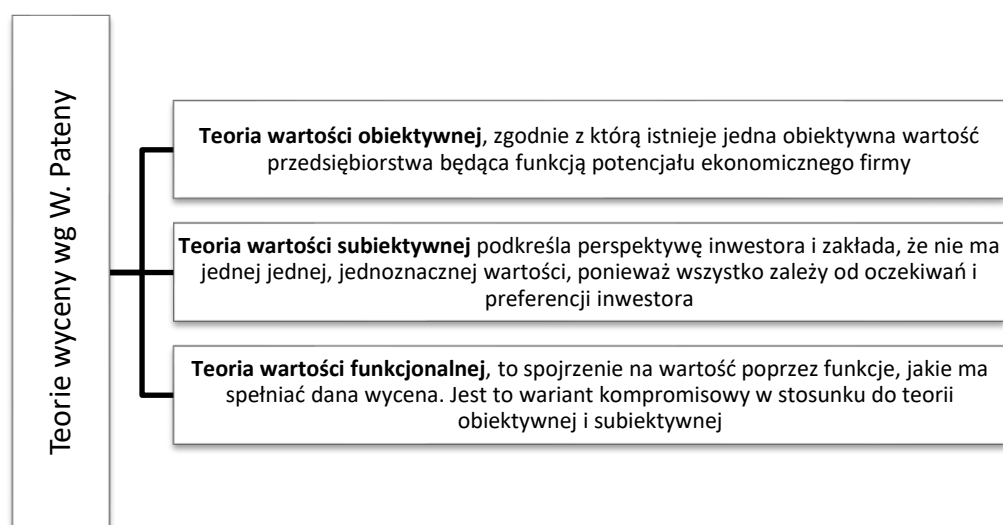
- ściśle określony przedział lub moment czasu, dla których się ją przeprowadza,
- ilość pieniędzy lub rzeczy, które się wycenia,
- pochodzenie przedmiotu wyceny,
- konkretnie określona i konsekwentnie stosowana metoda wyceny.

Wyceniający wskazuje, iż mimo że jak wykazano powyżej, wartość rynkowa ma charakter zmienny, krótkotrwały, to jednak wartość określona w procesie upadłościowym, winna mieć charakter wartości fundamentalnej. Wartość fundamentalna, jak sama nazwa wskazuje, winna cechować się długoterminowością i obiektywizmem, co powoduje, że musi zawierać w sobie wartości wszystkich składników przedsiębiorstwa zarówno tych materialnych, jak niematerialnych z uwzględnieniem ich aktualnego potencjału rynkowego.

Należy jednoznacznie wskazać, że *de facto*, **w każdej opinii sądowej niezbędne jest określenie (znalezienie) wartości obiektywnej (prawdziwej)**²². A zatem, gdy celem opinii (zgodnie z domyślnym postanowieniem Sądu) jest określenie wartości przedsiębiorstwa, to wyceniający ma w niej dokonać określenia tej wartości obiektywnej, która będzie w sposób jak najbardziej zbliżony odzwierciedlała jej rynkową wartość. Ustalenia te powodują, że można w niniejszej opinii odwołać się do poniżej zaprezentowanej klasyfikacji teorii wyceny wg W. Pateny:

²² Zgodnie ze *Słownikiem Języka Polskiego PWN* obiektywny, to inaczej odznaczający się obiektywizmem, wolny od uprzedzeń. Obiektywizm natomiast, to przedstawianie i ocenianie czegoś w sposób zgodny ze stanem faktycznym, niezależnie od własnych uczuć i interesów.

Rysunek 13. Teorie wyceny wg W. Pateny



Źródło: W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Warszawa 2011, s. 26.

Na gruncie w/w teorii wyceny należy stwierdzić, iż tylko wartość obiektywna może znaleźć zastosowanie w opiniach sądowych, gdyż odzwierciedla ona tę jedną rzeczywistą wartość wynikającą z całego potencjału ekonomicznego (tj. materialnego i niematerialnego) przedsiębiorstwa i wartość ta nie jest obciążona „subiektywnym podejściem inwestora, powoda czy pozwanego” ani nie jest obciążona żadnym kompromisem (np. ugodą). Dzięki temu, iż wartości obiektywna zakłada, że jest tylko jedna słuszna wartość przedsiębiorstwa, to terminów „wartość” oraz „cena” można używać zamiennie. Określona przez rzeczoznawcę w opinii wartość, mimo formalnego charakteru jest tylko szacunkiem wartości rzeczywistej, uwzględniającym jednak wszelkie obiektywne, znane i zweryfikowane historycznie dane przekazane przez strony procesu do akt sprawy.

W opinii wyceniającego należy jeszcze wskazać, iż wycena wartości przedsiębiorstwa zgodnie z teorią wartości subiektywnej (indywidualnej oszacowanej przez strony procesu), nie spełnia podstawowego założenia przyjętego w wycenie na potrzeby postępowania sądowego, czyli bezstronności wartości i związanej z tym rzeczywistości rynkowej. Zgodnie z tą teorią wartość przedsiębiorstwa w największym stopniu determinowana jest przez osobiste oczekiwania inwestora oraz oczekiwaną przez niego użyteczność. Jednak opinia na potrzeby postępowania sądowego nie może uwzględniać osobistych oczekiwań stron procesu (transakcji), gdyż traci wtedy ona swoją bezstronność.

Trzecią teorią jest wycena według wartości funkcjonalnej, która zależy od tego, jaka jest funkcja wyceny i to ona dyskryminuje, jaką należy dobrać wartość. Wartość przedsiębiorstwa dla potencjalnego nabywcy jest odmienna od oczekiwań sprzedającego (prezentują subiektywne podejście do wartości), ale w wyniku

negocjacji, jeśli dojdą do porozumienia ustalają cenę transakcji w ujęciu wartości funkcjonalnej.

Reasumując, należy wskazać, iż w sytuacji sporu strony najczęściej określają wartość przedmiotu sporu według swoich subiektywnych wartości (teoria wartości subiektywnej), a jeśli w trakcie procesu dojdą do porozumienia (ugody), to dochodzi do określenia wartości kompromisowej (zgodnej z teorią wartości funkcjonalnej), ale jeśli nie ma możliwości ustalenia tej wartości w procesie negocjacji czy mediacji, to pozostaje określenie tej wartości przez rzeczoznawcę (zgodnie z teorią wartości obiektywnej).

Pamiętając wciąż o tym, że zlecniodawcą opinii jest Syndyk, a oszacowana wartość ma stanowić obiektywną ocenę wyceniającego odnośnie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa, to uznaje się, iż wycena w takich warunkach musi być ekspercką wyceną (wyrazem eksperckiej oceny). W definicji naukowej znajdziemy, że **wartość w ujęciu eksperckim jest najbliższa pojęciu wartości obiektywnej, gdyż chodzi o określenie wartości przedsiębiorstwa z unikaniem stronniczości i subiektywizmu²³, a wcześniej ustalono równość pomiędzy wartością obiektywną i rzeczywistą oczekiwaną przez uczestników Postępowania.**

Efektom tych rozważań jest wniosek, iż standardem wartości powinna być wartość, która jednocześnie jest rzeczywista (oczekiwane uczestników Postępowania), obiektywna (typ Zlecniodawcy) oraz ekspercka (brak stronniczości wyceniającego). Przedstawione warunki spełnia tylko standard wartości wewnętrznej, określanej również jako wartość fundamentalna.

Wartość wewnętrzna (ang. *Intrinsic Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją; nie bierze pod uwagę, kim jest zlecniodawca i odbiorca wyceny (brak stronniczości), a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową.

Wyceniający wskazuje na podstawie swojego doświadczenia zawodowego, iż jednoznaczne stwierdzenie, że przedsiębiorstwa upadłe nie posiadają odrębnego potencjału rynkowego jest nieuprawnione. Ujawnienie tych wartości, jak również pozyskanie (zainteresowanie nimi) potencjalnych inwestorów uzależnione jest w dużej mierze od Syndyka i jego determinacji w uzyskaniu jak największych wpływów do funduszy masy upadłości.

W sytuacji, gdy zgodnie z przepisami Prawa Upadłościowego Syndyk przed rozpoczęciem procedury sprzedaży przedsiębiorstwa wydzierżawił je, to działania takie stanowią bezsprzeczny dowód na istnienie potencjału rynkowego takiego przedsiębiorstwa. Z kolei uzyskanie przez dzierżawcę w umowie zawartej z Syndykiem prawa pierwokupu jest kolejnym dowodem na atrakcyjność oferowanego

²³ W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Oficyna Wolter Kluwer, Warszawa 2011, s. 41.

w postępowaniu upadłościowym towaru (w obecnych realiach rynkowych przedsiębiorstwo jest normalnym towarem).

W związku z tym, w wypadku wyceny przedsiębiorstwa upadłego, należy dokonać w ramach wyceny analizy jego obecnego potencjału rynkowego z uwzględnieniem nowej sytuacji rynkowej. Należy podkreślić, iż potencjał rynkowy przedsiębiorstwa sprzed ogłoszenia upadłości nie jest tożsamy z obecnym. Fakt ogłoszenia upadłości i sprzedaż przedsiębiorstwa w jego toku powoduje, iż często nabywca otrzymuje je w dużo bardziej korzystnym ujęciu ekonomicznym stanie, gdyż:

- nie nabywa on zobowiązań upadłego,
- cena nabycia jest najczęściej niższa od wcześniejszej wartości księgowej, co powoduje niższe stawki umorzenia (odpisy amortyzacyjne),
- możliwość łatwiejszego pozyskania finansowania zewnętrznego (kredyt, emisja akcji czy obligacji na zakup przedsiębiorstwa),
- brak zajęć egzekucyjnych i zabezpieczeń pozwala na zbycie części niepotrzebnego majątku bezpośrednio po zakupie przedsiębiorstwa,
- w wyniku zwolnień pracowników przed lub w trakcie trwania postępowania upadłościowego, nowy nabywca nie ponosi kosztów restrukturyzacji zatrudnienia i może pozyskać taniej tych samych pracowników (nowe umowy o pracę),
- możliwości pozyskania ulg inwestycyjnych od lokalnych władz i dofinansowanie z Urzędu Pracy na tworzenie nowych miejsc pracy.

Jak wynika z powyższego, twierdzenie, iż nabycie przedsiębiorstwa lub jego ZCP w postępowaniu upadłościowym jest mało atrakcyjne ekonomicznie wydaje się być nieuzasadnione. Oczywiście obecna sytuacja rynkowa (związana z pandemią koronawirusa) nie sprzyja nowym zakupom, jednak dotyczy to wszystkich przedsiębiorstw a nie tylko sprzedawanych w postępowaniach upadłościowych. Jednak właśnie tzw. *walor czystości* (nabywca kupuje podmiot wolny od zobowiązań) przedsiębiorstwa nabywanego w postępowaniu upadłościowym jest jego bezsprzecznym bonusem i wyróżnikiem spośród wielu innych podmiotów wystawionych na sprzedaż na otwartym rynku, co do których zawsze istnieje ryzyko ujawnienia się w przeszłości „nieprzewidzianych” zobowiązań czy roszczeń.

VI. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) „ST INVESTMENTS” Sp. z o.o. Sp. k. w upadłości

Autor na wstępie wskazuje, iż spółka „ST INVESTMENTS” Sp. z o.o. Sp. k. - podobnie jak typowi inwestorzy zarządzający condo-hotelami – w pierwszej kolejności dokonywała sprzedaży powierzchni hotelowej, które w ilości 82 pokoi z 90 stanowią obecnie własność inwestorów, którzy oddali je Spółce w zarządzanie, z racji dysponowania pozostałym zapleczem usługowy hotelu (restauracją, barem, miejscami do wspólnego relaksu i zabawy oraz strefą spa z basenem). Z racji kryzysu organizacyjnego w 2019 roku doszło do – zgodnie z wolą właścicieli lokali

mieszkalnych – przejęcia zarządzania obiektem przez firmę zewnętrzną (związaną przez menadżera hotelu). Po ogłoszeniu upadłości Spółki części hotelu przynależne do jej majątku przestały być wykorzystywane do świadczenia usług na rzecz gości hotelowych i właścicieli lokali.

Zaprzestanie zarządzania obiektem z racji wypowiedzenia umów o zarządzanie spowodowała, iż znaczna część posiadanego goodwill została utracona, ale nowy nabywca przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) będzie mógł uzyskiwać dodatkowe przychody z faktu, iż marka Baltic Cliff została ukształtowana w świadomości klientów w okresie prowadzenia działalności obiektu, ale posiadany przez Spółkę know-how został na chwilę wyceny całkowicie utracony.

W pierwszej kolejności rzeczoznawca przedstawia składniki wchodzące w skład przedmiotowego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami):

- Lokale użytkowe wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami):
 - 46A-D/G.1 – BASEN i SPA – 782,11 m²
 - 46A-D/G.2 – RESTAURACJA – 652,13 m²
 - 46A-D/G.3 – WENTYLATOROWNIA – 48,07 m²
 - 46A-D/A.1.1 – KAWIARNIA I RECEPCJA – 230,34 m²
 - 46A-D/G.17 – HALA GARAŻOWA – UDZIAŁ 12/60 – 258,52 m²
- Lokale o przeznaczeniu pensjonatowym wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)
 - 46A/2.7 – 53,08 m²
 - 46A/3.7 – 51,12 m²
 - 46D/1.4 – 32,37 m²
 - 46D/1.5 – 27,17 m²
 - 46A-D/G.23 – 27,17 m²
 - 46A-D/G.24 – 26,50 m²
 - 46A-D/G.25 – 27,02 m²
 - 46A-D/G.26 – 26,66 m²
- Wyposażenie wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) w ilości 1.268 pozycji spisowych:
- Wartości niematerialne i prawne wchodzące w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) – goodwill.

WYŁĄCZENIU podlegają natomiast wszelkie niewskazane powyżej składniki, w szczególności:

- Należności
- Środków pieniężnych
- Ruchomości w postaci pojazdów
- Ruchomości w postaci wyposażenia apartamentów
- Rozliczeń międzyokresowych krótkoterminowych
- Rozliczeń międzyokresowych długoterminowych
- Ewentualnych wierzytelności z tytułu nadpłaty podatków

- Wierzytelności powstałych po dniu ogłoszenia upadłości
- Ksiąg i dokumentów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej.

A. Podejście majątkowe - metoda skorygowanych aktywów netto

Autor jeszcze raz wskazuje, iż metoda pochodna skorygowanych aktywów jest najbardziej dokładną, ale jednocześnie trudną, skomplikowaną i czasochłonną metodą szacowania wartości przedsiębiorstw posiadających obiekty noclegowe. Polega ona na oddzielnym ustaleniu wartości każdego z materialnych aktywów obiektu noclegowego, ujętych w księgach finansowych oraz aktywów niewidocznych w księgach. Dla określenia wartości przedsiębiorstwa czy jego zorganizowanej części w skład, którego wchodzi obiekt noclegowy tą metodą oddzielnie określa się:

- wartość ziemi,
- wartość budynków, instalacji i wyposażenia,
- wartość zapasów,
- wartość pozostałych składników materialnych,
- wartość wyszkolonych i kompetentnych pracowników,
- wartość bazy stałych klientów,
- wartość reputacji, rozpoznawalności marki czy znaku firmowego,
- wartość preferencyjnych warunków zawartych umów i kontraktów itp.

Wartość w/w składników jest różna dla różnych przedsiębiorstw i odzwierciedla nie tylko poniesione koszty, ale również czas potrzebny na ich stworzenie i możliwość generowania za ich pomocą dochodów w przyszłości, zawartych umów i kontraktów, itp.

Do określenia wartości rynkowej poszczególnych składników przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) podlegających wycenie w ramach wykorzystane zostały następujące opracowania:

- „Wycena majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 16.04.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michała Wardyn
- „Uzupełniająca wycena majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 21.07.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michała Wardyn
- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46B/A.1.1” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.1” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik

- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.2” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy przyszłej nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu usługowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.3” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A/A.2.7” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A/A.3.7” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46D/D.1.4” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46D/D.1.5” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.23” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.24” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.25” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy nieruchomości lokalowej niemieszkalnej o przeznaczeniu pensjonatowym położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.26” z dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik
- „Operat szacunkowy udziałów w nieruchomości lokalowej niemieszkalnej, hali garażowej, położonej w Niechorzu przy ul. Klifowej 46A-D/G.17” z

dnia 15.05.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik

1) Nieruchomości

Rzeczoznawca wskazuje, iż wycenie w ramach przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) podlegają nieruchomości w postaci lokali o przeznaczeniu pensjonatowym oraz użytkowych, zlokalizowanych w kompleksie „BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS” w Niechorzu. Lokale te stanowiły przedmiot wyceny w operatach szacunkowych autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Waldemara Siupik z dnia 15.05.2020 r. Jak wynika z tego operatu łączna wartość przedmiotowych nieruchomości to 14.379.000 złotych, co wynika z poniższej tabeli.

Tabela 12. Zestawienie wartości oszacowania nieruchomości wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)

Lp.	Lokal	Status lokalu	KW	Uwagi	Powierzchnia użytkowa	cena za m ²	Wartość oszacowania	Wartość oszacowania w zaokrągleniu do tysięcy złotych
1	46A/2.7	wyodrębniony	SZ1G/00047653/4		53,08	8.259,71	438.425,41	438.000,00
2	46A/3.7	wyodrębniony	SZ1G/00047654/1		51,12	8.259,71	422.236,38	422.000,00
3	46D/1.4	wyodrębniony	SZ1G/00047655/8		32,37	9.431,04	305.282,76	305.000,00
4	46D/1.5	wyodrębniony	SZ1G/00047656/5		32,39	9.431,04	305.471,39	305.000,00
5	46A-D/G.23	wyodrębniony	SZ1G/00048030/8		27,17	6.801,23	184.789,42	185.000,00
6	46A-D/G.24	wyodrębniony	SZ1G/00048031/5		26,50	6.801,23	180.232,60	180.000,00
7	46A-D/G.25	wyodrębniony	SZ1G/00048032/2		27,02	6.801,23	183.769,23	184.000,00
8	46A-D/G.26	wyodrębniony	SZ1G/00048033/9		26,66	6.801,23	181.320,79	181.000,00
9	46A-D/G.1 BASEN I SPA	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		782,11	7.029,17	5.497.584,15	5.498.000,00
10	46A-D/G.2 RESTAURACJA	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		652,13	7.029,17	4.583.932,63	4.584.000,00
11	46A-D/G.3 WENTYLATOROWANIA	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		48,07	1.469,52	70.639,83	71.000,00
12	46A-D/A.1.1 KAWIARNIA I RECEPCJA	do wyodrębnienia	w nieruchomości SZ1G/00011556/3		230,34	7.597,75	1.750.065,74	1.750.000,00
13	46A-D/G.17	wyodrębniony	SZ1G/00043953/9	Udział 12/60	258,52	23.000 za 1/60	276.000,00	276.000,00
SUMA					2.247,48		14.379.750,32	14.379.000,00

Mając na uwadze powyższe rzeczoznawca wskazuje, iż łączna wartość oszacowania nieruchomości wchodzących w skład przedsiębiorstwa z wyłączeniami wynosi 14.379.000,00 złotych.

2) Ruchomości

Rzeczoznawca wskazuje, iż wycenie w ramach przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) podlegają ruchomości ujęte na liście stanowiącej 1.268 pozycji spisowych, sporządzonej w drodze spisu z natury. Wszystkie ruchomości zostały

oszacowane w opracowaniach „Wycena majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. k. w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 16.04.2020 r. oraz „Uzupełniająca wycena majątku ruchomego wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa ST Investments sp. z o.o. sp. K w upadłości z siedzibą w Stargardzie” z dnia 21.07.2020 r. autorstwa rzeczoznawcy Michała Wardyn.

Rzeczoznawca wskazuje, iż łączna wartość oszacowania wynikająca z tych opracowań to 332.640,80 złotych netto (325.517,80 zł + 7.123,00 zł), przy czym kwota ta jest określona według standardu likwidacyjnego i założenia o odrębnej sprzedaży poszczególnych ruchomości, co odpowiada poziomowi 40% realnej wartości rynkowej przy założeniu o sprzedaży pakietowej. Korekta taka wynikała z konieczności uwzględnienia nakładów związanych z odrębną sprzedażą blisko 1,3 tys. sztuk pozycji spisowych, co miała na co celu usprawnić cały proces z korzyścią dla postępowania upadłościowego. W momencie dokonywania wyceny w aspekcie całego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami), ruchomości te stanowią zorganizowaną całość, możliwą do wykorzystywania w miejscu ich aktualnego składowania, co w oczywisty sposób przekłada się na ich wartość dla nowego nabywcy, gdyż pozwala na poniesienie znacznych oszczędności w stosunku do konieczności pozyskiwania nowych sprzętów u dostawców zewnętrznych. Tym samym autor dokona korekty powyżej wskazanej kwoty do standardów wartości rynkowej, co odpowiada 2,5 krotności wartości określonej według standardu likwidacyjnego (40% wartości rynkowej).

Określenie wartości ruchomości dla potrzeb wyceny przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)
= Wartość ruchomości określona dla odrębnej sprzedaży (likwidacyjna) * korekta
= 332.640,80 zł * 2,5 = 831.602,00 zł netto

Mając na uwadze powyższe rzeczoznawca wskazuje, iż łączna wartość oszacowania ruchomości wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) wynosi 831.602,00 złotych netto.

3) Wartości niematerialne i prawne

W skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) wchodzi także ogół wartości niematerialnych i prawnych w postaci pozostałych elementów goodwill wynikającego z zorganizowania i funkcjonalnego powiązania składników majątkowych wchodzących w skład tego przedsiębiorstwa.

W tym miejscu wskazać jednak jeszcze raz należy, iż przedmiotem wyceny w ramach przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) nie jest cały wskazany obiekt, a jedynie jego część stanowiąca, szczegółowo wskazana we wcześniejszej części raportu. Tym samym zasadne staje się dokonanie oszacowania nadwartości goodwill generowanej przez obiekt jako całość, a następnie określenie części przynależnej przedmiotowemu przedsiębiorstwu (z wyłączeniami) tj. oparty de facto na **marce „Baltic Cliff”**.

„Słownik języka polskiego” PWN definiuje markę jako „firmowy znak fabryczny, umieszczany na wyrobach danej fabryki, danej firmy, określający producenta tych wyrobów, wskazujący na ich jakość, chroniący je przed naśladownictwem lub podrabianiem”.

Posiadanie marki przynosi wymierne korzyści wynikające z faktu, iż:

- umożliwia identyfikację produktów, dzięki temu klient może zamówić produkt, używając tylko jego nazwy, a nie opisując go w sposób szczegółowy,
- klienci mogą mieć pewność, że wyrób lub usługa są na odpowiednim poziomie jakościowym,
- dzięki marce firma odpowiedzialna za produkt jest znana,
- dzięki stosowaniu marek zmniejsza się oddziaływanie czynnika porównania cen przy wyborze produktu,
- firma jest w stanie reklamować swoje produkty i kojarzyć marki oraz ich charakterystyki w umysłach klientów,
- zwiększa się prestiż produktu wraz ze wzrostem znaczenia poszczególnych marek,
- marki pomagają w segmentacji rynku i tworzeniu wizerunku produktów,
- produkty noszące markę mają łatwiejszy dostęp do kanałów dystrybucji i zwiększają siłę przetargową producenta w stosunku do dystrybutora,
- marka może być wykorzystana do sprzedaży całego asortymentu produkcji,
- znana marka może pomóc przy wchodzeniu do nowej kategorii produktów czy na nowe rynki zbytu.

Z marką związane są następujące terminy:

- nazwa marki – to ta część marki, która może być wyrażona słownie,
- symbol marki – ta część marki, która może być rozpoznana, ale nie może być wyrażona werbalnie np. symbol, forma, kształt lub szczególny kolor liter nazwy marki,
- **znak towarowy to marka lub jej część chroniona prawnie w wyniku zarejestrowania przed przywłaszczeniem przez inne firmy, znakiem towarowym mogą być: wyraz, rysunek, kompozycja kolorystyczna, forma plastyczna, melodia, sygnał dźwiękowy lub ich kombinacja. Rejestracja znaku upoważnia do posługiwania się międzynarodowym symbolem ®. Umieszczenie symbolu ® przy znaku towarowym nie jest obowiązkowe.**
- znak firmowy to symbol graficzny przedsiębiorstwa, w którego posiadaniu może być wiele znaków towarowych. Gdy przedsiębiorstwo sprzedaje swoje produkty czy usługi pod znakiem firmowym, może się on stać równocześnie znakiem towarowym.
- znak handlowy TM to znak, który może być stosowany, jeżeli marka nie została zarejestrowana (lub czeka na rejestrację), ale firma uważa ją za swoją wyłączną własność podlegającą ochronie. Polskim odpowiednikiem

znaku handlowego jest termin: Znak tow. Zastrzeżony. Znak certyfikatu – to znak, który identyfikuje produkty mające jakąś wspólną charakterystyczną cechę.

Choć na istnienie od tysięcy lat protomarek od dziesiątek lat wskazują archeologowie, którzy np. w Pompejach odnaleźli naczynia do wina oznaczone nazwą producenta Vesuvium, to należy jednak wskazać, iż ich właściwa historia zaczyna się praktycznie od XIX wieku, tj. od momentu, gdy na rynku zaczęły dominować produkty masowe, a klienci przestali zaopatrywać się u rzemieślników czy właścicieli małych sklepików. Wcześniej sprzedawano towary podstawowe (mąkę, cukier, oliwę), a marką ich był sklepikarz, który był gwarantem ich jakości.

W XIX wieku znaki towarowe i marki funkcjonowały dzięki licznym już wtedy ustawom, aktom oraz edyktom mającym na celu ochronę wytwórców. Okres ten charakteryzuje się powstawaniem tzw. marek regionalnych (tj. szkło weneckie, koniak, woda kolońska, tokaj czy szampan), które często są prawnie chronione do dnia dzisiejszego i przepisów prawnych o ich ochronie. Za najstarszą markę świata uważa się czerwony trójkąt brytyjskiego browaru Bass & Company. Narastającą skalę zjawiska potwierdza liczba znaków firmowych zarejestrowanych w amerykańskim biurze patentowym. W 1871 r. było ich tylko 121, w roku 1906 już około 10 tys., a na początku lat 20. ponad 50 tys. Wśród pierwszych zarejestrowanych w USA marek znajdziemy takie jak „Coca-Cola”, guma do żucia „JuicyFruit”, ryż „Uncle Ben’s” czy zupy „Campbella”.

Również Polska ma swoją historię kształtowania się rynku marek. W kopalnia soli w Wieliczce, po raz pierwszy zaczęto oznaczać produkt – czyli sól – firmowym herbem „Żupy Wielickiej”, to nie tylko najstarsza marka polska, ale najprawdopodobniej również najstarsza przemysłowa marka świata. Wśród globalnych pionierów znajduje się też „Wyborowa”, pierwsza zarejestrowana (w 1927 r.) marka wódki na świecie.

Okres upowszechniania stosowania marek umownie zakończył się 1915 r. Pod koniec lat 20-tych XX wieku pojawiły się nowe wyzwania w odniesieniu do marek producentów. Rozwój gospodarczy po wojnie spowodował wzrost znaczenia marek i możliwości ich reklamowania. Szczególne zainteresowanie zagadnieniami dotyczącymi marki nastąpiło pod koniec lat 80-tych. Wiązało się to z rosnącymi kosztami wprowadzania na rynek nowych wyrobów i związanych z nimi marek. W polskich przedsiębiorstwach przez długi czas nie dostrzegano znaczenia stosowania marek dla powodzenia gospodarczego. Dopiero w ostatnich latach można zaobserwować wyraźny wzrost zainteresowania markami w naszym kraju.

Należy podkreślić, iż w polskim systemie prawnym nie funkcjonuje określenie „marka”, ale obowiązuje termin „znak towarowy”, co powoduje, iż część danej marki (w tym również wartość przynależna do tej części) nie zawsze znajdują odzwierciedlenia w znaku towarowym. Znak towarowy pełni więc podobnie jak marka, funkcję identyfikacyjną, ale dodatkowo jest oznaczeniem na produktach, które podlega

ochronie prawnej. Wynika to z faktu zarejestrowania znaku towarowego w Urzędzie Patentowym. Dzień zgłoszenia i rejestracji znaku jest momentem rozpoczęcia ochrony prawnej. Obecnie rejestracja znaków następuje dla danych klas towarowych, dlatego możemy mieć równocześnie zarejestrowane nazwy w kilku branżach, np. „Golf” dla samochodu, rodzaju ubrania, miesięcznika czy dziedziny sportu. Ochrona znaku towarowego zwykle jest okresowa jednak może być przedłużana na kolejne okresy przez jej właściciela. Ochrona ta upoważnia jego właściciela do prawa wyłącznego używania danego znaku towarowego zgodnie z rejestracją, a także do wskazania tego faktu poprzez umieszczanie na swoich produktach symbolów R (registered), TM (trade mark) lub zwrotu: znak towarowy zastrzeżony.

Z kolei, jeśli znak towarowy często jest tożsamy z nazwą przedsiębiorstwa, pod którą dany podmiot prowadzi działalność lub wprowadza na rynek produkty to spełnia również funkcję nazwy handlowej. Podkreślić jednak należy, iż istotą nazwy handlowej jest zindywidualizowanie podmiotu prowadzącego działalność gospodarczą, a nie wyróżnienie produktów (towarów czy usług) przedsiębiorstwa, tak jak w przypadku znaku firmowego.

W związku z powyższym, w ocenie autora jednoznacznie należy przyjąć, iż marka jest pojęciem (zbiorem wartości) szerszym niż znak towarowy, ponieważ znak towarowy to tylko zarejestrowana część marki, która w bilansie firmy jest wykazywana jako wartości niematerialne i prawne. W obecnych realiach życia gospodarczego głównym celem budowania i zarządzania zarówno marką, jak i znakiem towarowym jest wzbudzenie w nabywcach gotowość do zakupu produktów danego producenta jak i przywiązanie ich do niego. W zależności od tego czy marka danego producenta jest bardziej rozpoznawalna na rynku czy znak towarowy danego produktu podejmują decyzję o wprowadzaniu na rynek swoich produktów pod nazwą marki lub znaku towarowego.

Podkreślić należy, iż obecnie to marki globalne decydują na rynku, co wynika z faktu, iż masowa budowa ich dzisiejszej wartości rynkowej jest nie tylko łatwiejsza w dobie internetu i otwartego rynku, ale przede wszystkim relatywnie tańsza od finansowania wielu krajowych czy lokalnych marek. Proces globalizacji powoduje, iż dzisiaj rzeczywistą marką są koncerny posiadające znane ogółowi społeczeństwa marki (np. McDonald, Kraft, L'Oréal, Coca Cola) a ich produkty, które co do zasady są również odrębnymi markami funkcjonują w życiu biznesowym jako przynależne do tych marek znaki towarowe. Dowodem na takie twierdzenie jest fakt, iż koncern Mars Corporation ma obecnie (w wyniku dokonanych zakupów innych przedsiębiorstw) w swoim portfelu ponad 55 tysięcy znaków towarowych zarejestrowanych na całym świecie.

Majątkowy charakter praw niematerialnych umożliwia obrót takimi prawami i ich komercjalizację, w tym możliwość zbycia, licencjonowania, wniesienia aportem praw

do spółki, a także ustanowienia na nich zastawu²⁴. Zasada wyłączności na mocy, której następnie może być przyznane prawo majątkowe do danego dobra odnosi się między innymi do symboli, znaków, etykiet etc. stanowiących markę danej firmy lub jej produktu.

W literaturze z zakresu marketingu, zarządzania a nawet finansów często zamiennie stosuje określenia „marka” i „znak i towarowy”. Najbardziej powszechna definicja marki opracowana w 1960 roku przez Amerykańskie Stowarzyszenie Marketingu (AMA) stanowi, że jest to „nazwa, termin, symbol, projekt lub ich kombinacja, stworzone w celu łatwiejszego rozpoznania dóbr lub usług oferowanych przez sprzedawcę na rynku”. Przykładowo J. Jastrzębski stwierdza, że tak klasycznie rozumiana marka może być traktowana jako synonim znaku towarowego²⁵.

Na przestrzeni dziesięcioleci rola marki podlegała nieustannym zmianom. Początkowo spełniała ona tylko funkcję odróżniania produktu i identyfikacji jego źródeł pochodzenia. W ostatnim 20-leciu **markę coraz częściej traktuje się jako podstawę do nawiązywania trwałej relacji pomiędzy firmą a jej użytkownikami**, w ramach realizowanej strategii zarządzania relacjami z klientem. Dlatego działania zmierzające do wzmocnienia marki stają się często koniecznością dla firm, które chcą zbudować silną i trudną do podważenia pozycję rynkową²⁶.

Pojęcie marki jest definiowane w literaturze na wiele sposobów. W kategoriach biznesowych **markę można zdefiniować jako zespół funkcjonalnych, ekonomicznych i psychologicznych korzyści, jakie stają się udziałem jej użytkownika, których to korzyści dostarcza produkt oznaczony daną nazwą lub symbolem (zwanymi też identyfikatorami marki)**. Korzyści te są najczęściej związane z konkretny wyrobem lub usługą, ale przynajmniej część z nich może być transferowana nawet do odległych kategorii produktów dzięki nazwie lub symbolizmowi marki. Szczególnie w odniesieniu do marek rozróżnia się markę produktową i korporacyjną (przedsiębiorstwa). Marka korporacyjna to nazwa firmy, podczas gdy marka produktu to nazwa przypisana wyrobom firmy, choć oczywiście w wielu przypadkach marka przedsiębiorstwa i marka produktu są takie same (np. Próchnik)²⁷.

Między marką przedsiębiorstwa a markami produktów różnice występują przede wszystkim w takich obszarach jak:

- poziom zarządzania, na którym ulokowana jest odpowiedzialność za markę;
- adresaci marki;

²⁴ J. Ożegalska-Trybalska (red.), *Zarządzanie własnością intelektualną w przedsiębiorstwie*. Poradnik dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, Instytut Prawa Własności Intelektualnej, Uniwersytet Jagielloński, s. 4-7. Projekt: *Własność intelektualna jako narzędzie zwiększania innowacyjności i konkurencyjności przedsiębiorstw*; www.ip.uj.edu.pl/op.... [10.09.2018].

²⁵ J. Jastrzębski, *Metody wyceny znaku towarowego – analiza porównawcza*, Prace katedry mikroekonomii AE w Poznaniu, Poznań 2006, s. 57

²⁶ G. Urbanek, *Zwiększenie efektywności budowania marki*, Marketing i Rynek, nr 11, 2004.

²⁷ G. Urbanek, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Warszawa 2008, s. 46.

- sposoby jej komunikowania.

Generalnie uznaje się, że marka przedsiębiorstwa lub jego towaru (wyceniane przedsiębiorstwo jest de facto zwykłym towarem rynkowym) jest silnie zakorzeniona w jego kulturze i odzwierciedla wartości firmy oraz wizję jej rozwoju. Dlatego decyzje z nią związane podejmowane są przede wszystkim na szczeblu zarządu, a największa odpowiedzialność za politykę spoczywa na prezesie firmy. Tymczasem w przypadku marek produktów decyzje skoncentrowane są głównie w ramach struktur marketingowych przedsiębiorstwa, a więc w jednym z działów funkcjonalnych. Takie rozłożenie odpowiedzialności rodzi zupełnie inny poziom zaangażowania personelu w politykę marki.

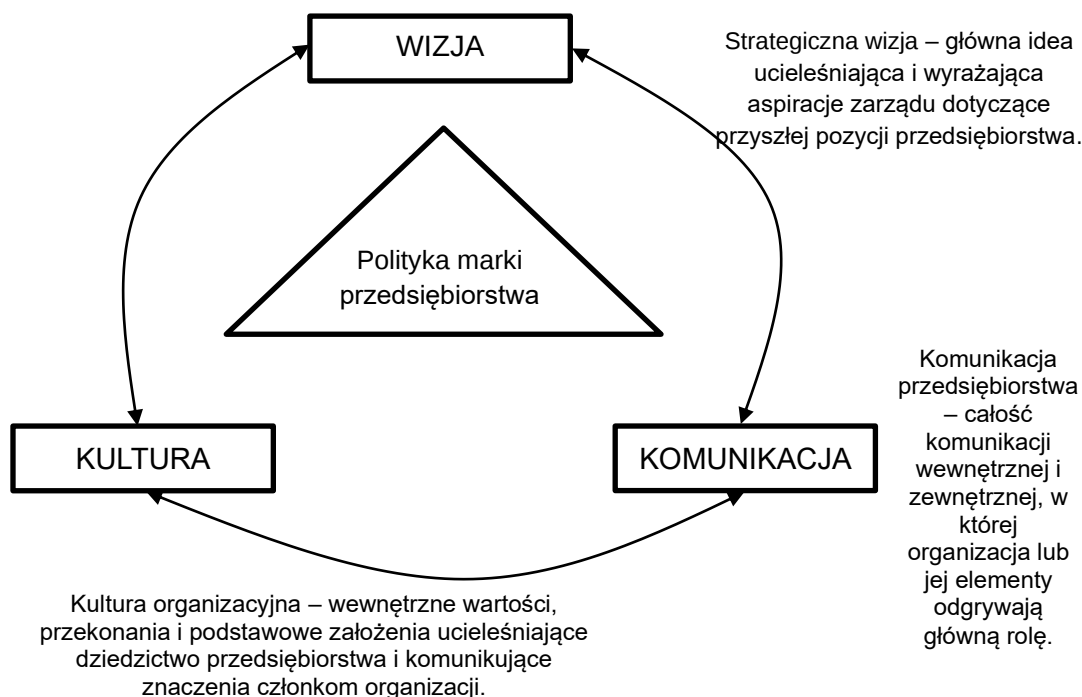
Marka przedsiębiorstwa ma, w porównaniu z markami produktowymi czy usługowymi, znacznie szersze i bardziej zróżnicowane grono odbiorców, którzy znajdują się zarówno na zewnątrz, jak i wewnątrz firmy. Poszczególne grupy interesariuszy – inwestorzy, klienci, dostawcy, pośrednicy, organizacje pozarządowe, regulatorzy, społeczności lokalne, pracownicy – stają się odbiorcami przekazów zawartych w marce. Ponadto M.J. Hatch i M. Schultz, zwracają uwagę na różne umiejscowienie marki przedsiębiorstwa i marki produktu w czasie. Według nich marka produktu tkwi w teraźniejszości, podczas gdy marka przedsiębiorstwa funkcjonuje w przeszłości i przyszłości – w wymiarze historycznym jako symbol dziedzictwa przedsiębiorstwa a perspektywie czasu, który nadejdzie jako wizja liderów firmy²⁸.

Badania wśród menedżerów już od dwóch dekad wskazują, że prawie połowa z nich identyfikuje tożsamość przedsiębiorstwa z prezentacją wizualną i logotypem, a tylko 4% z wyrazem kultury, wartości i filozofii²⁹. Z czasem ujęcie tożsamości stało się jeszcze szersze i obecnie wyraża ono etos przedsiębiorstwa, jego dążenia oraz wpływa na formowanie się spójnego i względnie trwałego wzorca jego zachowań. A zatem kluczową rolę w polityce marki przedsiębiorstwa odgrywają takie czynniki, jak kultura organizacyjna, wizja strategiczna i komunikacja.

²⁸ T. J. Dąbrowski, *Marka przedsiębiorstwa jako nowy paradygmat branding*, Marketing i Rynek nr 9, 2011, s. 4.

²⁹ K. Schmidt, *The Quest for Identity*, Cassel, London 1995

Rysunek 14. Wzajemne oddziaływanie kultury, wizji i komunikacji jako fundament polityki marki przedsiębiorstwa



Źródło: T. J. Dąbrowski, *Marka przedsiębiorstwa jako nowy paradygmat brandingu*, *Marketing i Rynek* nr 9, 2011, s. 7.

Wzajemne oddziaływanie tych trzech elementów decyduje o sile marki. Gdy elementy te są ze sobą spójne, marka staje się autentyczna i wiarygodna, gdy przestają być spójne, marka traci integralność. Proces wzajemnego oddziaływania kultury, wizji i komunikacji zaprezentowany na rys. 1 jest zmodyfikowaną wersją modelu wspomnianych już M.J. Hatch i M. Schultz.

Silne marki przedsiębiorstw są głęboko zakorzenione w kulturze organizacyjnej i odzwierciedlają wartości, na których opierają się codzienne działania firmy. Dzięki temu nie tworzy się luka pomiędzy obietnicami marki a tym, czego przedsiębiorstwo dostarcza swoim interesariuszom. Aby luka taka nie powstawała również w przyszłości, strategiczna wizja zarządu nie może abstrahować od wartości dotychczas kształtujących kulturę organizacyjną. Powinna natomiast odwoływać się do tych wartości, które są kluczowe dla organizacji i nadawać im interpretację najbardziej użyteczną z punktu widzenia możliwości osiągnięcia przez przedsiębiorstwo przyszłej pozycji rynkowej zgodnej z założeniami zawartymi w sformułowanej wizji. Harmonizacja mieszczącego się w kulturze dziedzictwa przedsiębiorstwa z obrazem jego przyszłości zapisanym w strategicznej wizji zapewnia marce przedsiębiorstwa ciągłość³⁰.

Następstwem określonej siły marki jest możliwość zwiększania sprzedaży i uzyskiwania wyższych marż przez przedsiębiorstwo. Dodatkowo silne marki mają

³⁰ T. J. Dąbrowski, *Marka przedsiębiorstwa jako nowy paradygmat brandingu*, *Marketing i Rynek* nr 9, 2011, s. 7.

również zdolność do stabilizowania przychodów dzięki stawianiu konkurentom barier wejścia na rynek. Marka wspomaga decyzje zakupowe nabywców jako gwarant odpowiedniego poziomu jakości, a zatem dostarcza prestiżu i samoidentyfikacji nabywcy. Ponadto od strony kosztowej marki mogą przyczyniać się do zmniejszenia kosztów przez:

1. większą lojalność nabywców, zarówno finalnych, jak i pośredników (kanałów dystrybucji), co ułatwia tańsze pozyskiwanie nowych nabywców i uzyskiwanie korzystniejszych warunków sprzedaży;
2. niższe koszty zdobywania i utrzymania najlepszych pracowników;
3. niższe koszty kapitału;
4. zwiększenie skali produkcji dzięki sprzedaży dużych ilości (efekt skali)³¹.

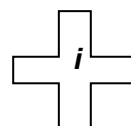
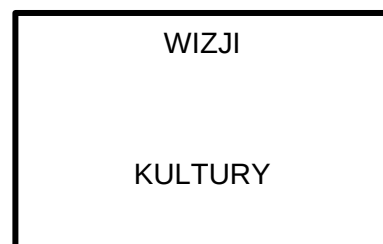
W efekcie siła marki poprzez wpływ na wyniki finansowe zaczyna w naturalny sposób przekładać się na wartość całego przedsiębiorstwa.

W ujęciu marketingowym (zarządczym, finansowym) zamierzonym końcowym efektem procesu kształtowania marki przedsiębiorstwa jest podniesienie wartości całego przedsiębiorstwa, a przez to zwiększenie bogactwa udziałowców (akcjonariuszy). Oddzielną drogą jest ujęcie prawne, którego celem jest ochrona marki i korzyści z niej płynących poprzez zastrzeżenie jej jako znak towarowy.

W rezultacie w każdej definicji marki autorzy całkowicie pomijają kwestię prawnej ochrony jaką posiada zastrzeżony znak towarowy na mocy ustawy Prawo o ochronie własności intelektualnej. To właśnie ochrona własnej marki jest głównym powodem, dla których przedsiębiorcy decydują się na uzyskanie dodatkowego prawa ochronnego na znak towarowy. Oczywistym jest, że klienci (nabywcy, usługobiorcy) kojarzą markę danej firmy z jej towarami (usługami), ich jakością, co wiąże się z większym zaufaniem do produktów jednej firmy, a mniejszym do produktów innej firmy. Rzadko zdarza się, aby nabywca koncentrował się, czy dana marka posiada znak TM lub [®] wskazujące na jej prawną ochronę. Marka posiada tzw. zdolność rozróżniającą, która jest główną jej cechą, a także bezwzględną przesłanką rejestracji w formie znaku towarowego. Jednakże nie każdy znak towarowy można określić mianem marki.

³¹ G. Urbanek, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Warszawa 2008, s. 47.

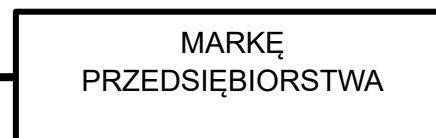
W wyniku połączenia



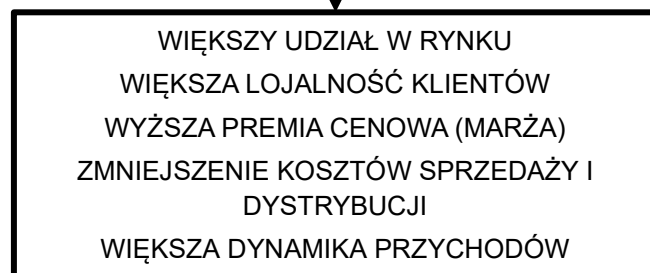
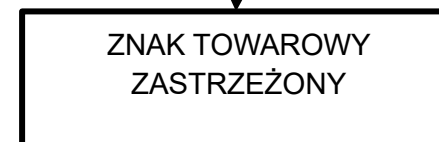
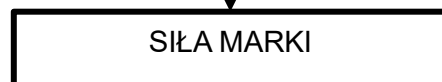
można wypracować



*właściwe zarządzanie marką
(kontroling marki) może
zbudować jej siłę – ujęcie
marketingowe*



*dopiero zgłoszenie marki do UP
RP ustanawia wyłączne prawo
własności i dysponowania –
ujęcie prawne*



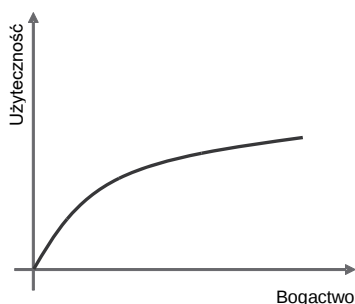
Niezarejestrowanie marki stwarza ryzyko, że w każdej chwili może być ona wykorzystana przez inny podmiot. Marka w ujęciu marketingowym jest pozabilansowym, niematerialnym aktywem.

KAŻDA MARKA, KTÓRA ZOSTANIE ZAREJESTROWANA STANOWI ZNAK TOWAROWY, ALE NIE KAŻDY ZNAK TOWAROWY JEST MARKĄ.

MARKA $\geq$ ZNAK TOWAROWY

Czynnikiem kreującym wartości wszystkich aktywów jest ich użyteczność. Początków teorii użyteczności można się doszukać w tzw. paradoksie petersburskim, który był analizowany już w wieku XVIII. Podstawowym pojęciem w tej teorii jest funkcja użyteczności, której wartości są to właśnie wartości użyteczności i satysfakcji, komfortu psychicznego itp. Można mówić o użyteczności różnych zjawisk. W ekonomii często rozważa się użyteczność pieniężną (ang. *utility of money*) czy użyteczność bogactwa (ang. *utility of wealth*). Jest to funkcja, która wartości pieniężnej przyporządkowuje użyteczność inwestora. Przykład funkcji użyteczności przedstawiony jest na poniższym rysunku. Jak widać, jest to funkcja rosnąca, co oznacza, że większemu bogactwu odpowiada większa użyteczność.

Rysunek 15. Funkcja użyteczności bogactwa



Źródło: opracowanie własne.

Przy rozważaniu inwestycji zamiast użyteczności bogactwa analizuje się zwykle użyteczność stopy zwrotu (ang. *utility of return*). Jest to funkcja, która wartościom stóp zwrotu osiągniętych przez inwestora przyporządkowuje użyteczność. Jeśli tylko wartość początkowa bogactwa jest ustalona, oba podejścia są równoważne. Z punktu widzenia teorii podstawowym kryterium podejmowania decyzji jest maksymalizacja użyteczności decydenta. W przypadku decyzji inwestycyjnych w warunkach niepewności kryterium to uogólnia się na maksymalizację oczekiwanej użyteczności inwestora.

Przenosząc istotę teorii użyteczności na zastosowany powyżej wskazany sposób wyceny marki „Baltic Cliff” przynależnej do ST INVESTMENTS Sp. z o.o. Sp.k. w upadłości, a także biorąc pod uwagę obecny stan ekonomiczno-prawny tej spółki, to autor wyceny nie przyjmuje założeń o całkowitym braku możliwości kontynuacji podstawowej działalności operacyjnej w najbliższym okresie w ramach wycenianego przedsiębiorstwa z wyłączeniami w oparciu o majątek przedsiębiorstwa. Jednak rozwiązanie umów o zarządzanie apartamentami oraz konflikt z ich właścicielami (wynikający z braku realizacji

zobowiązań związanych z wynajmowanymi apartamentami) spowodowały, iż doszło do drastycznej utraty wartości marki.

Fakt, iż właściciele po rozwiązaniu umów z Upadłym zawarli nowe umowy operatorskie a klienci nie mogą obecnie w sezonie korzystać z usług gastronomicznych i rekreacyjnych oraz spa spowodowało zmianę kwalifikacji obiektu na typowy obiekt noclegowy i związany z tym spadek jego atrakcyjności. Podkreślić należy, iż nowy nabywca przedsiębiorstwa zmuszony będzie po zakupie dokonać szeregu inwestycji w przedsiębiorstwo nie tylko odtworzeniowych, ale i podnoszących standard celem do „przekonania” właścicieli do podpisania z nim umów o zarządzanie oraz zmuszony będzie zaproponować im „promocyjne” warunki świadczenia usług zarządzania oraz gastronomicznych, rekreacyjnych i spa. Ten proces „pozyskiwania” (odzyskiwania) marki w zależności od poniesionych nakładów inwestycyjnych – w ocenie wyceniającego – potrwa od 2 do nawet 5 lat.

Powyżej wskazane determinanty powodują, iż obecnie marka „Baltic Cliff” istniejąca od 2018 roku a wypracowana w okresie wcześniejszym, w związku z wydarzeniami do jakich doszło w okresie od zakończenia sezonu 2018 de facto stanowi obciążenie dla obiektu i być może koniecznym będzie rebranding.

Przechodząc jednak do wyceny marki „Baltic Cliff” wskazać należy, iż podobnie jak w przypadku wyceny całego przedsiębiorstwa, nie istnieje jedna obiektywna wartość aktywów niematerialnych. Naturalne jest bowiem, że ten sam czynnik niematerialny może mieć różną wartość w zależności od tego, jakie korzyści dzięki jego pozyskaniu osiągnie kupujący (perspektywa inwestora). Samo pojęcie wartości ma charakter niejednoznaczny, a często nawet subiektywny – *„wartość odzwierciedla się w oczach właściciela”*.

Komplikacje z ustaleniem właściwej kategorii wartości, wg której ma być wyceniane aktywo wynikają z faktu, że wycena jest procesem zarówno z obszaru zarządzania finansami przedsiębiorstwa, jak również rachunkowości i sprawozdawczości finansowej. Wytyczne, które dotyczą obu tych sfer pochodzą z różnych źródeł. Z racji, iż w skład majątku przedsiębiorstwa Upadłego wchodzi prawa do marki „Baltic Cliff”, to w wypadku stwierdzenia braku możliwości kontynuacji dotychczasowym logo (marką) z racji wyższych kosztów jej reaktywacji w porównaniu do rebrandingu dojdzie do całkowitej utraty nawet tej drastycznie obniżonej w porównaniu do 2018 roku jej wartości rynkowej.

Jeszcze raz podkreślić należy, iż odsiadanie praw do nawet najpiękniejszej i historycznej marki, w przypadku dóbr konsumpcyjnych bez dobrej klasy zawartości (produktu, usługi), jest rynkowo niewiele warte, gdyż „to nie szata graficzna czy historia buduje wartość produktu czy usługę a jej jakość lub jej cechy (walory) użytkowe” decydują o powtarzalności zakupowej ostatecznych odbiorców tj. konsumentów.

Wydatki związane z marką, takie jak koszty opracowania logo i systemu wizualizacji marki, wydatki na materiały promocyjne, biurowe, wizytówki,

oznaczenia samochodów, budynków, a często i ubrań pracowników – stanowią poważną część kosztów marketingowych. Wszystkie te nakłady są uzasadnione, jeśli dzięki nim uda się pozyskać grono lojalnych klientów – ambasadorów marki, którzy przyczyniają się do wzrostu sprzedaży i wpływają na ukształtowanie zaplanowanego wizerunku firmy. Klienci, kupując produkt czy usługę oznaczoną marką, chcą też kupić filozofię, którą ta marka niesie – tak więc zdecydowanie najważniejszy jest emocjonalny wymiar marki, czyli oferowana przez nią wartość dodana. Rzeczoznawca dla zilustrowania problemu poniżej wskaże na ciekawy podział ze względu na niejednorodny stopień lojalności nabywców wobec marki zaproponował David Aaker.

Rysunek 16. Podział klientów marki według Davida Aakera



Na dole piramidy widać pierwszą grupę klientów, których nazywamy nielojalnymi. Dla tej grupy klientów wszystkie marki dostępne na rynku są równorzędne. Podejmując decyzje zakupowe, ci klienci kierują się wyłącznie atrakcyjną ceną. Klienci ci nie powodują budowania wartości marki.

Druga grupa klientów to tak zwani konsumenci zwyczajowi. Ponawiają oni zakupy produktów danej marki bardziej z nawyku niż z przekonania, że ten konkretny produkt lepiej zaspokaja ich potrzeby. Konsumenci należący do tej grupy są bardzo podatni na działania konkurencji, co powoduje, iż utrzymanie ich jest kosztowne, gdyż dla nich liczy się przede wszystkim cena zakupu.

Trzecią grupę stanowią konsumenci usatysfakcjonowani, którzy są zadowoleni z użytkowania dotychczasowej marki, a od zwyczajowych konsumentów różni ich to, że są co prawda skłonni zmienić markę, jeśli produkty dotychczas przez nich nabywane przekroczą barierę relacji cena/jakość lub gdy konkurencyjne firmy zaoferują im na tyle atrakcyjne korzyści, że zrekomensują one im ewentualne koszty (bardziej psychologiczne niż finansowe) zmiany marki (otrzymają za zbliżoną cenę produkt wyższej klasy).

Czwarta grupa klientów to przywiązani do marki. To grupa nabywców wyrażająca pozytywny stosunek do marki, dostrzegająca jej wysoką jakość, symbolikę, a nawet związana z nią emocjonalnie.

I ostatnia grupa to – lojalni klienci – czyli ci, którzy wybierają markę ze względów racjonalnych, emocjonalnych i często także dla podkreślenia własnej osobowości. To grupa klientów szczególnie ważna dla właścicieli marek, bo dzięki swoim rekomendacjom wpływają oni na postawy innych nabywców.

Markę obiektu hotelowego w potocznym rozumieniu można określić jako „suma wrażeń, jakie odnoszą konsumenci w wyniku jej używania”.

Specyfika wypracowywania nadwartości rynkowej obiektów hotelowych związana jest właśnie przede wszystkim z marką (renomą) obiektu oraz wypracowany przez personel specjalistyczny know-how (kapitał intelektualny).

Autor wskazuje, iż do najważniejszych cech marki obiektu hotelowego należą:

1) wyróżnik obiektu, dzięki któremu hotel będzie identyfikowany jako ten, który posiada swego rodzaju wartość dodaną.

2) „image” obiektu, czyli wizerunek, który determinuje wiele strategicznych – z punktu widzenia marki – decyzji, jak np. kolorystyka wnętrza, slogan reklamowy, forma i rodzaj narzędzi komunikacji i promocji, stroje obsługi itp. Autor wskazuje, iż wizerunek to nie tylko to, co widoczne na zewnątrz, ale w przypadku hotelu 4-5 gwiazdkowego to, „image” takiego obiektu budują nawet takie drobne elementy jak: zawieszki na klamki, kosmetyki w łazience, broszury hotelowe a nawet zapach.

3) komunikacja z docelowym gościem z reguły odbywa się za pomocą komunikatów, które są przekazywane gościom obiektu czy potencjalnym, zarówno w formie pisemnej, bezpośrednio w hotelu, w prasie, na stronie WWW, w newsletterach oraz w mediach społecznościowych jak i przekazywane przez personel, muszą być dopasowane do danej grupy docelowej obiektu (w przypadku Baltic Cliff rodzin, grup zorganizowanych czy imprez). Jedną z form komunikacji są też promocje oraz skuteczne kampanie marketingowe. Gwarancją rozpoznawalności jest właściwe korzystanie z kanałów online: social media (Facebook, Instagram), Google Ads (kampanie tekstowe w wyszukiwarce, kampanie banerowe, YouTube) oraz metasearche: Google Hotel Ads, Trivago, Tripadvisor.

4) „ambasadorzy” marki, czyli pracownicy i zadowoleni goście. Pracownicy z racji, iż budowanie marki hotelu w dużej mierze odbywa się na miejscu, w codziennej obsłudze, niezwykle istotne jest odpowiednie „wyszkolenie” pracowników, którzy – w ramach realizacji swoich obowiązków – stają się rzeczywistymi ambasadorami marki. Realizacja tego celu jest możliwa tylko i wyłącznie pod warunkiem, że się utożsamiają z firmą, wierzą w jej rozwój i lubią swoją pracę. Bardzo cennymi ambasadorami, są zadowoleni goście, którzy jednak, aby zechcieli w sposób naturalny przekazywać

pochlebne opinie na temat hotelu, muszą poczuć, że zostali ugośczeni w najlepszym stylu.

Marka hotelu to jego podstawowa wartość, która budowana jest przez długie lata a jego utrata może nastąpić bardzo szybko. Dlatego przemyślana strategia budowania marki pozwala realizować dwa cele długofalowe:

- 1) wytworzyć wśród klientów potrzebę odwiedzenia hotelu,
- 2) zwiększyć liczbę rezerwacji bezpośrednich. Im silniejsza marka, tym ta liczba jest wyższa.

Autor wskazuje, iż powszechnie uznaje się, iż markę hotelu najlepiej oddaje ilość posiadanych gwiazdek. Wskazać jednak należy, iż system kategoryzacji hoteli na podstawie liczby gwiazdek pozwala tylko na orientacyjną ocenę standardu hotelu, jednak nie daje pewności co do rzeczywistego standardu jego wyposażenia a już **w żadnej mierze nie odzwierciedla posiadanej marki.**

Podkreślić należy, iż im więcej gwiazdek, tym wyższego standardu wyposażenia hotelu możemy się spodziewać, jednak tzw. kategoryzacja hoteli jest pojęciem umownym i między poszczególnymi krajami widać różnicę pomiędzy liczbami gwiazdek przyznawanymi hotelom za ten sam standard. Są także kraje, gdzie w ogóle nie stosuje się tego rodzaju klasyfikacji (np. w Skandynawii) lub oznakowanie gwiazdkami jest dobrowolne (np. we Francji czy w Anglii).

W związku z tym, tzw. kategoryzacja jest ważna na początkowym etapie (buduje zaufanie) jednak prawdziwa weryfikacja „marki” następuje w trakcie działalności. Na rynku można spotkać hotele 3 gwiazdkowe o bardzo dobrej marce (mające dzięki temu ponadstandardowe obłożenie) i hotele 5 gwiazdkowe cieszące się złą marką i tym samym cechujące się niskim obłożeniem.

Autor poniżej zaprezentuje przykładowe wyposażenie hotelu 3,4 i 5-gwiazdkowego:

1) hotel 3-gwiazdkowy z reguły oferuje przestronne i wygodne pokoje, z łazienką i z klimatyzacją. W cenę wliczone są usługi codziennej wymiany pościeli i ręczników oraz sprzątanie. W obiekcie powinna być restauracja, czasami znajduje się także siłownia i salon odnowy biologicznej. Standardem w obiektach z 3 gwiazdkami jest już system zamykania pokoi na kartę, śniadanie wliczone w cenę noclegu oraz możliwość skorzystania z sal konferencyjnych na potrzebę organizacji spotkań lub szkoleń. Łazienki wyposażone są w elementy galanterii hotelowej oraz zestawy kosmetyków dla gości.

2) hotel 4-gwiazdkowy (tj. jak Baltic Cliff) posiada do dyspozycji gości przestronne, wyciszone i komfortowe pokoje, wyposażone w sejf i minibar, z dostępem do Internetu i oferują wysoki standard usług i zakwaterowania. **W obiekcie obowiązkowo powinna znajdować się siłownia, gabinety SPA, często także basen.**

Hotel powinien udostępniać gościom dwie restauracje lub w ramach jednej wydzieloną część *a carte*, bar oraz dobrze wyposażone centrum biznesowo-konferencyjne.

3) hotel 5-gwiazdkowy z racji, iż są to co do zasady najwyższej klasy obiekty hotelarskie (choć np. hotel Burj al-Arab w Dubaju wykraczający ponad powszechnie standardy jest jedynym na świecie hotelem siedmiogwiazdkowym), które potrafią spełniać wymagania nawet najbardziej wymagających klientów. Zwykle to hotele w ścisłym centrum miast lub w wyjątkowych miejscach, o bardzo dobrej lokalizacji i o wygodnych połączeniach komunikacyjnych, często blisko plaży lub gór itp. Hotel 5-gwiazdkowy dysponuje komfortowo urządzonymi apartamentami, dla gości z każdego pokoju przeznaczone są miejsca parkingowe, a obsługa w recepcji płynnie posługuje się minimum dwoma językami. Te obiekty muszą posiadać obowiązkowo windy, całodobowy room-service, a pokoje są wyposażone i zabezpieczone w najnowsze technologie. Hotele tej klasy udostępniają pełne wyposażenie pokoi i łazienek w elementy galanterii i kosmetyki hotelowe klasy premium i często posiadają też kasyna. Obiekt te muszą posiadać do dyspozycji gości: minimum dwie restauracje, bar, siłownię, basen, centrum odnowy i SPA, pełne centrum konferencyjne z obsługą oraz szereg usług dodatkowych, w tym m.in.: kantor wymiany walut, kwiaciarnię, sklepy z odzieżą itd.

Autor wskazuje, iż nadwartość goodwill ujawnia się co prawda dopiero w momencie zbycia wyodrębnionej funkcjonalnie części lub całości przedsiębiorstwa i stanowi nadwyżkę, jaką skłonni płacić są inwestorzy ponad wartość majątkową danego ZCP lub przedsiębiorstwa. Należy jednak zauważyć, iż aspekt ten ujawnia się wyłącznie w przypadku tych podmiotów, które w oczach inwestorów uchodzą za wyjątkowo atrakcyjne (np. generują ponadprzeciętne zyski czy wyróżniają się na innym polu na tle branżowej konkurencji), co uzasadnia w ich świadomości poniesienia większych wydatków na taki zakup.

W przypadku obiektów hotelowych typu condo-hotele ta nadwartość dla inwestorów (właścicieli apartamentów) ujawnia się w cenach zbycia poszczególnych lokali dokonywanych na rynku wtórnym, a dla podmiotu zarządzającego w aspekcie zysków z jego zarządzania.

Celem dokonania oceny „marki” – widzianej oczami klientów - w odniesieniu do przedmiotowego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) - autor poniżej dokonał badania ocen/recenzji uzyskiwanych od klientów przez obiekt „BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS” w różnych serwisach rezerwacyjnych oraz badających opinię.

1. TRIPADVISOR³² -

Portal pl.tripadvisor.com - średnia ocena 4.0 / 5 na podstawie 180 recenzji wystawionych przez podróżnych. W tym:

³²https://pl.tripadvisor.com/Hotel_Review-g947939-d6701367-Reviews-Baltic_Cliff_Apartments_Spa_Wellness_Niechorze_Western_Pomerania_Province_Western_Pola.html

- Doskonałe – 64
- Bardzo dobre – 69
- Średnie – 24
- Złe – 13
- Okropne – 10

2. TRIVAGO³³ -

Portal trivago.pl - średnia ocena 7.8 / 10 na podstawie 320 ocen

- Lokalizacja - Bardzo dobry 8.0 / 10
- Pokoje - Bardzo dobry 8.2 / 10
- Obsługa – Dobry 7.9 / 10
- Czystość – Znakomity 8.6 / 10
- Jakość a cena – Dobry 7.8 / 10
- Komfort - Bardzo dobry 8.0 / 10
- Udogodnienia – Brak ocen
- Budynek – Bardzo dobry 8.0 / 10
- Śniadanie – Bardzo dobry 8.1 / 10
- Jedzenie – Dobry 7.9 / 10

3. FACEBOOK³⁴

Portal facebook.com - średnia ocena 4.5 / 5 na podstawie opinii 260 użytkowników.

4. TRAVELPLANET³⁵ -

Portal travelplanet.pl - średnia ocena 4.9 / 5 na podstawie 3 opinii klientów:

- Lokalizacja – 5.0
- Pokój – 5.0
- Posiłki – 4.7
- Basen – 4.7
- Czystość – 4.7
- Obsługa – 5.0

5. HOTELS.COM³⁶

Portal hotels.com - średnia ocena 7.0 na podstawie 28 opinii:

- Strefa wellness – 7.7
- Plaża – 7.6
- Lokalizacja – 4.3
- Komfort – 4.3

³³ <https://www.trivago.pl/rewal-114536/hotel/baltic-cliff-3199188>

³⁴ https://www.facebook.com/balticcliff.niechorze/reviews/?ref=page_internal

³⁵ https://opinie.travelplanet.pl/baltic-cliff-apartments-spa-wellness_178626.html

³⁶ <https://pl.hotels.com/ho551134/baltic-cliff-apartments-spa-wellness-rewal-polska/>

- Basen – 7.6
- Jedzenie – 7.2

Jak wynika z powyższych ocen obiekt oceniany jest jako oferujący dobry poziom, co jednak jak na obiekt 4 gwiazdkowy nie jest wynikiem zadawalającym. Oczywistym jest, iż kryzys firmy zarządzającego tym obiektem tj. ST INVESTMENTS sp. z o.o. sp.k., który ostatecznie skończy się jego upadłością przyczynił się do tego, iż obiekt ten nie osiągnął zamierzonych celów tj. stania się marką wiodącą nie tylko w Niechorzu, ale i w najbliższej okolicy.

Jednak te oceny w aspekcie nabycia upadłego przedsiębiorstwa dają nabywcy - w ocenie wyceniającego – pewną szansę na udany restart i ponowne wykreowanie pozytywnie odbieranej marki „Baltic Cliff”, co biorąc pod uwagę atrakcyjność tego obiektu i możliwości rozwinięcia usług przy dużym nakładzie inwestycyjnym będzie możliwe, aczkolwiek być może koszty tej „odbudowy” będą zbyt wysokie i obciążone ryzykiem w relacji do wykreowania nowej marki, co dodatkowo pozwoli na „podkreślenie” zmiany właściciela.

Najważniejszą sprawą jest dla nowego nabywcy odzyskanie zaufania właścicieli lokali celem podpisania z nimi umowy na zarządzanie i chęci klientów na korzystanie z zaplecza gastronomicznego i wypoczynkowego obiektu. Dlatego tak istotne będzie wdrożenie (zainwestowanie) przez nowego nabywcę w wypracowanie nowych procedur podwyższających standard obsługi oraz szkolenie personelu, gdyż w przeciwnym wypadku nie uda się osiągnąć oczekiwanych i możliwych do zrealizowania zysków z nabytego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) a obiekt będzie tracił na jakości, co biorąc pod uwagę skład majątkowy wycenianego przedsiębiorstwa nie pozwoli na wygenerowanie przez inwestora zakładanych nadwyżek finansowych.

Właśnie ta możliwość pozyskania wysoka jakością świadczonych usług właścicieli apartamentów do podpisania umów na zarządzanie oraz pozyskania usługobiorców zewnętrznych (gości innych obiektów) ma w aspekcie wypracowania nowego lub odzyskanie wcześniej posiadanego bardzo znacznego goodwill-u obiektu „Baltic Cliff” ma strategiczne znaczenie.

Mając na względzie powyższe autor wskazuje, iż z racji, że w świadomości klientów obiekt „BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS” dalej uchodzi za atrakcyjny acz przez kryzys firmy zarządzającej mocno „zaniedbany” wizerunkowo i usługowo (niski poziom świadczonych usług) obiekt, nie powoduje w żadnej mierze, iż można stwierdzić, że cały jego potencjalny rynkowy goodwill został utracony. Jedynie „zamieszenie” w zakresie zarządzania obiektem, wstrzymanie funkcjonowania usług świadczonych na majątku wchodzącym w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) spowodował, iż bezspornie utracony został przez wyceniane przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) ST INVESTMENTS cały know-how hotelu związany z tzw. kapitałem intelektualnym pracowników a pozostałe elementy majątku niematerialnego zostały

bardzo mocną zredukowane (np. wiarygodność dla biur turystycznych, stałych klientów itp.)

Autor wskazuje, iż jedną z najpopularniejszych metod do szacowania nadwyżki goodwill są metody porównawcze, czerpiące dane wprost z rynku, co w największym stopniu odzwierciedla potencjał branżowy oraz skłonności inwestorów.

Metody porównawcze, zwane też rynkowymi lub mnożnikowymi, to osobna grupa metod wyceny. Punktem odniesienia wyceny przedsiębiorstwa (składnika) jest w nich wartość rynkowa innego, podobnego przedsiębiorstwa (składnika). Takie podejście opiera się na zasadzie arbitrażu – podobne spółki powinny być podobnie wyceniane, gdyż w przeciwnym razie dochodziłoby do arbitrażu, czyli na przykład krótkiej sprzedaży spółek przeszacowanych i kupna niedoszacowanych. Metoda ta budzi jednak kontrowersje, gdyż nie ma wsparcia w postaci zbyt wielu publikacji naukowych, brakuje jej mocnych podstaw teoretycznych i nazywana jest często „szybką i brudną metodą wyceny”³⁷.

Z drugiej strony ogromna część wycen, szczególnie tych dokonywanych w krajach z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi lub przez fundusze inwestycyjne typu *Private Equity* sporządzana jest właśnie za pomocą metod porównawczych. Jest to sytuacja odwrotna do wycen, w których stosuje się opcje realne, gdzie istnieje bardzo mocne wsparcie naukowe w postaci wielu opracowań teoretycznych, ale modeli tych rzadko używa się w praktyce gospodarczej. Wyjątkiem są takie dziedziny, jak górnictwo³⁸.

Punktem wyjścia do klasyfikacji metod porównawczych jest, zgodnie z ich nazwą, rodzaj spółek używanych do porównań. Stosuje się różne podejścia w poszukiwaniu najlepszego, a czasami jedyne istniejącego i możliwego do wykorzystania punktu odniesienia. Są to dane transakcyjne z rynku przejęć, dane z rynku spółek giełdowych (w tym IPO) oraz dane sektorowe będące pochodną lub mieszkanką obu wcześniej wymienionych. Z natury rzeczy podejście rynkowe jest najbardziej rozpowszechnione i pozwala uzyskać najbardziej miarodajne wyniki – rynek kapitałowy jest źródłem obiektywnych informacji, a liczba zawieranych transakcji daje rękojmię ich wiarygodności.

Metoda porównawcza byłaby maksymalnie skuteczna, gdyby udało się znaleźć bliźniaczą spółkę dla wycenianej. Wtedy wycena mogłaby odbyć się natychmiast. Niestety takie sytuacje są czysto teoretyczne. W rzeczywistości udaje się znaleźć jedynie spółkę podobną do wycenianej, a jej wartość trzeba dopasować poprzez znalezienie różnego typu relacji (mnożników), za pomocą których mniejsze lub większe niedopasowania zostaną uwzględnione w wycenie. Zależnie od liczby używanych mnożników mówi się o modelach jedno- lub wieloczynnikowych. Wartość

³⁷ W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Warszawa 2011, s. 210.

³⁸ P. Saluga, *Ocena ekonomiczna projektów i analiza ryzyka w górnictwie*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 2009.

przedmiotu wyceny w modelu jednoczynnikowym sprowadza się *de facto* do iloczynu wybranej kategorii finansowej spółki wycenianej i odpowiedniego mnożnika, czyli parametru dopasowującego.

$$\begin{aligned} & \text{model jednoczynnikowy wyceny metodą porównawczą} \\ & = \text{wybrana kategoria finansowa} * \text{mnożnik} \end{aligned}$$

Do wyceny przedsiębiorstw metodami porównawczymi najczęściej stosuje się następujące mnożniki:

- Mnożnik Cena/Zysk – przedstawia iloraz wartości rynkowej jednej akcji spółki do rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję. Jest to najpopularniejszy współczynnik wyceny, który ukazuje, ile należy zapłacić za zakup jednej złotówki zysku firmy.
- Wskaźnik Cena/Przychody - ukazuje iloraz ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa do wielkości jego rocznych przychodów ze sprzedaży przypadających na jedną akcję. Wskaźnik ten informuje inwestorów, ile muszą zapłacić za jedną złotówkę wartości sprzedaży udziału spółki w rynku.
- Wskaźnik stopy dywidendy, czyli Dywidenda/Cena – przedstawia iloraz kwoty dywidendy przypadającej na jedną akcję zwykłą do ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę formułę wartości wycenianej firmy mnożnikiem jest odwrotność stopy dywidendy, gdyż cena rynkowa występuje w mianowniku.
- **Wskaźnik Cena/Wartość księgowa (price/bookvalue ratio, P/BV) – ukazuje iloraz ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa do jego wartości księgowej przypadającej na jedną akcję. Wartość księgowa netto stanowi wartość aktywów spółki, pomniejszoną o zobowiązania. Wskaźnik P/BV obrazuje cenę, jaką trzeba zapłacić za jedną złotówkę księgowej wartości majątku firmy. Wskaźnik ten kształtuje się na różnych poziomach w odniesieniu do poszczególnych branż, odzwierciedlając potencjał wzrostowy i stopę zwrotu z kapitału. Wyższy współczynnik mają z reguły firmy hi-tech, w których największą wartością jest posiadanie know-how i wysoko wykwalifikowanych specjalistów. W bardzo prosty sposób przekłada się to na większe możliwości rozwoju spółki, a w konsekwencji wyższe zyski.**

Autor raportu pragnie jednak wskazać, że nie ma ogólnie przyjętych normatywnych poziomów mnożników, które należy stosować w wycenie metodą porównawczą. Dodatkowo w polskiej literaturze naukowej z zakresu wyceny autorzy unikają wskazywania choćby przedziałów wartości mnożników stosowanych w transakcjach kupna-sprzedaży lub fuzji i przejęć. Najczęściej spotykana jest „ilustracja” procesu wyceny metodami porównawczymi na wybranej spółce i przy jednorazowym oszacowaniu wskaźników dla potrzeb przykładu.

Wyceniający wskazuje, iż porównanie mikro przedsiębiorstw z podmiotami publicznymi z danej branży – mimo bezsprzecznych różnic - jest – na bazie jego doświadczenia zawodowego - właściwe z racji, iż rynkowa wycena tych publicznych podmiotów w najlepszy sposób oddaje nastroje rynkowe i preferencje inwestorów dla danego sektora rynku. Tym samym ten obiektywny charakter mnożnika C/Wk (wynikającego z wycen wszystkich podmiotów z danego sektora), pozwala na jego zastosowanie w wycenach formalnych.

Celem określenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa tj. z uwzględnieniem nadwartości rynkowej należy dokonać analizy porównawczej wycen innych podmiotów, których dane są upublicznione. Z racji, iż w Polsce brak jest danych dotyczących cen transakcyjnych i mnożników wynikających z tych transakcji tj. C/S, C/Wk, C/Z koniecznym jest wykorzystanie danych z rynku publicznego, którego otwarty charakter wypełnia zasady wartości godziwej (sprawiedliwej) rynkowo.

Wyceniający wskazuje, iż w wypadku spółek giełdowych relacja ceny rynkowej jednej akcji do jej wartości księgowej (C/Wk) jest jednym z najpopularniejszych kryteriów informacyjnych stosowanych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynkach finansowych. Przejawem popularności oraz szerokiego zastosowania wskaźnika C/Wk jest między innymi fakt, że informacje o jego wartościach, dla poszczególnych spółek, dostępne są na stronie internetowej GPW oraz w ogólnopolskich czasopismach, tj. Parkiet i Rzeczpospolita³⁹. Uniwersalność wskaźnika powoduje, że zawsze przyciąga on uwagę inwestorów⁴⁰.

Tabela 13. Przykładowe sposoby obliczania wskaźnika C/Wk

Nazwa	Wzór
Zapis ogólny wskaźnika C/Wk	$\frac{\text{wartość rynkowa aktywa}}{\text{wartość księgowa aktywa}}$
Wskaźnik C/Wk dla 1 akcji:	
• będącej przedmiotem obrotu na giełdzie,	$\frac{\text{kurs akcji dla spółki ABC}}{\text{wartość księgowa 1 akcji spółki ABC}}$
• zakupionej w transakcji pozagiełdowej.	$\frac{\text{cena sprzedaży 1 akcji w spółce ABC}}{\text{wartość księgowa 1 akcji spółki ABC}}$
Wskaźnik C/Wk dla łącznej wartości kapitału własnego, gdy:	
• przedsiębiorstwo jest spółką publiczną,	$\frac{\text{kapitalizacja spółki ABC}}{\text{wartość księgowa kapitału własnego spółki ABC}}$
• przedsiębiorstwo jest przedmiotem przejęcia na rynku pozagiełdowym.	$\frac{\text{cena sprzedaży 100\% akcji w spółce ABC}}{\text{wartość księgowa kapitału własnego spółki ABC}}$

Źródło: opracowanie własne.

³⁹ B. Prusak, *Wskaźniki rynku kapitałowego – zastosowanie w wycenie przedsiębiorstw oraz w strategiach inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 28.

⁴⁰ A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons Ltd, New Jersey 2012, s. 511.

Podstawową funkcją tego miernika jest zasygnalizowanie akcjonariuszom (tak potencjalnym jak i obecnym) bieżącej atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa i umożliwienie oceny szans na wzrost wartości akcji. Wynika to stąd, że w liczniku tego wskaźnika występuje rynkowa wartość (cena) kapitału własnego firmy, która odzwierciedla oczekiwane przez inwestorów (uczestników obrotu rynkowego) przyszłe wyniki firmy oraz ich korzyści w postaci przepływów pieniężnych, zysków a dalej także dywidend. Jeżeli podmioty mające dostęp do kapitału dostrzegają możliwości zarobienia na jakimś aktywie, to dążą do jego zakupu kształtując w ten sposób cenę. Proces ten jest powszechny w gospodarce rynkowej i nie dotyczy tylko rynku akcji, ale również:

- obligacji - konsekwencją kształtowania cen jest ich średnia rentowność do wykupu (ang. yield to maturity, YTM);

- nieruchomości – szczególnie dotyczy to zakupu lokali z przeznaczeniem na wynajem, a nie do własnych celów mieszkaniowych/gospodarczych;

- energii – obecnie już nie tylko koszt źródeł energii (ropa, gaz, biomasa itp.) ustalany jest w transakcjach rynkowych, ale również sama energia elektryczna oraz limity wielkości produkcji i wielkości emisji zanieczyszczeń (np. Towarowa Giełda Energii przy GPW w Warszawie);

- towarów rolniczych – pierwszym rynkiem, który dotknęła tzw. bańka spekulacyjna była XVII wieczna giełda tulipanów w Amsterdamie⁴¹. Obecnie ceny większości zbóż oraz innych produktów pochodzenia rolniczego kształtowane są w takim sam sposób jak udziałowych papierów wartościowych spółek (np. na giełdzie towarowej z siedzibą w Chicago).

Koncepcja wskaźnika C/Wk zakłada porównanie oczekiwań inwestorów z „twardymi” danymi i faktami, czyli historyczną wartością kapitału własnego, która powstaje w oparciu o zasady rachunkowości i sprawozdawczości finansowej. Innymi słowy wskaźnik ten, to konfrontacja wartości 1 akcji według dwóch „równoległych rzeczywistości finansowych” - rynkowego subiektywizmu z księgowym obiektywizmem. Z punktu widzenia podejmowania decyzji o zakupie lub sprzedaży jakiegoś dobra (nie tylko papierów wartościowych) jest to nieocenione źródło informacji.

Analogicznie sytuacja wygląda na rynku akcji, z tą różnicą, że przedmiotem transakcji jest dobro dające prawo współwłasności w przedsiębiorstwie, a więc także wiąże się z ponoszeniem ryzyka za jego działalność⁴². Opisana powyżej idea wskaźnika C/Wk dotyczy jego roli w szeroko rozumianym zarządzaniu finansami, natomiast drugim obszarem zastosowań jest wycena przedsiębiorstw. Dysponując wartością rynkową jakiegoś przedsiębiorstwa możliwe jest ustalenie wartości każdego

⁴¹ A. Pakuła, *Kryzys finansowy - produkt chciwości*, Barometr Regionalny nr 1(19), 2010, s. 61-62.

⁴² Zdarzają się sytuacje, w których nabywca mieszkania odpowiada za zobowiązania dewelopera, ale są to przypadki odosobnione, np. sprawa nowojorskiego funduszu Manchester, który w 2006 roku zainwestował w nieruchomości firmy Leopard.

przedsiębiorstwa podobnego. Myśl ta stanowi fundament podejścia porównawczego (rynkowego) do wyceny przedsiębiorstw. W podejściu tym przedsiębiorstwo jest warte tyle, na ile rynek wycenia podobne podmioty gospodarcze. Ponieważ w praktyce nie spotyka się dwóch identycznych podmiotów gospodarczych, przyjmuje się, że wartość przedsiębiorstwa zmienia się proporcjonalnie do zmian wybranych kategorii opisujących jego działalność (np. zysku, sprzedaży czy wartości księgowej itd.)⁴³. Spektrum możliwych do skonstruowania mnożników jest nieograniczone, ponieważ poza standardowymi kategoriami bilansowymi i finansowymi wykorzystuje się również zmienne operacyjne, np.: liczba pokoi (sektor hotelarski), moc elektrowni (sektor energetyczny), liczba pozwoleń na budowę (sektor budowlany) czy przetworzone baryłki ropy (sektor paliwowy). Powszechnie akceptowane wśród praktyków wyceny jest przekonanie, że złotówka zysku (w przypadku wskaźnika C/Z) w dwóch przedsiębiorstwach o zbliżonej specyfice biznesowej, funkcjonujących w tym samym czasie i na zbliżonym rynku powinna być warta tyle samo.

Liczba czynników, które należy wziąć pod uwagę (czas, miejsce, sektor, rozmiar, efektywność, kadra, ryzyko), aby dokonać wyceny przedsiębiorstwa zgodnie z metodyką podejścia porównawczego sprawia, że jest ono praktycznie niestosowalne w odniesieniu do mikro- oraz małych firm. Należy się w tym miejscu w pełni zgodzić z J. Kuczewiczem⁴⁴, który stwierdza, że: *zastosowanie standardowych metod podejścia rynkowego w procesie wyceny małych podmiotów jest wysoce utrudnione. Rynek kapitałowy małych podmiotów w Polsce znajduje się we wczesnej fazie rozwoju. Kontrakty kapitałowe dotyczące biznesu niewielkiej wielkości zawierane są zbyt rzadko, jak na potrzeby wyceny takimi metodami. Nie istnieje więc baza danych niezbędna do stosowania podejścia rynkowego.*

Powstaje zatem pytanie: czy w związku z tym należy całkowicie zaniechać stosowania wskaźników rynku kapitałowego (oraz innych mnożników stosowanych w podejściu porównawczym) w wycenie małych przedsiębiorstw i ograniczyć ten proces tylko do podejść majątkowego oraz dochodowego⁴⁵? Wielu rzeczoznawców, biegłych sądowych oraz ekspertów powoływanych ad hoc obawia się zarzutu o nieadekwatność zastosowanych metod wyceny i z góry nie przyjmuje pewnych zleceń. Tymczasem zawodowy profesjonalizm powinna cechować umiejętność poszukiwania rozwiązań nieszablonowych, ale zgodnych z prerogatywami wyceny przedsiębiorstw, a nie konkretnymi, technicznymi wytycznymi narzuconymi przez autorów z rynków anglosaskich, gdzie giełdy i wolnorynkowy sektor finansowy rozwijają się od blisko 150 lat.

Autor wyceny wskazuje, iż na bazie swojego doświadczenia zawodowego wynikającego ze sporządzenia kilkuset opinii sądowych i prywatnych z tego zakresu i problemów z ustaleniem wartości *goodwill* małych i średnich przedsiębiorstw, analizy

⁴³ J. Kuczewicz, *Wycena małego przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 73.

⁴⁴ Tamże

⁴⁵ Uznawanego za najbardziej subiektywne i powodującego „pokusę nadużycia” (ang. *moral hazard*) ze strony wyceniającego, który może dostosowywać założenia modelu do oczekiwanego wyniku. S.D. Gilbert, *The Value of Future Earnings in Perfect Foresight Equilibrium*, Journal of Forensic Economics vol. 22(1), 2011, s. 21.

literatury przedmiotu oraz dyskusji z innymi teoretykami i praktykami z zakresu wyceny, powstała idea stworzenia metodologii, która pozwalałaby nawet w wypadku ubogości danych finansowych określić post factum wartość nadwartości małych przedsiębiorstw na dany dzień procesowy. Przechodząc do pełnego wyjaśnienia idei zaproponowanej koncepcji (metodologii) wyceny majątkowej z uwzględnieniem wskaźnika C/Wk wyceniający wskazuje, iż zastosowany wzór będzie następujący:

$$\begin{aligned}
 C: \text{wartość wycenianego przedsiębiorstwa} &= \\
 &= \text{mnożnik } V/A \text{ przedsiębiorstwa podobnego (lub portfela takich firm)} \\
 &\quad * \text{księgowa wartość } \mathbf{aktywów} \text{ wycenianego przedsiębiorstwa} \\
 &\quad - \text{księgowa wartość zadłużenia wycenianego przedsiębiorstwa}
 \end{aligned}$$

gdzie:

- mnożnik V/A to relacja rynkowej wartości przedsiębiorstwa (V^{46}) do księgowej wartości jego aktywów (A), którego wartość (w ocenie autora) w przybliżeniu równa jest wartości mnożnika C/Wk .

Powyższe równanie autor zaczerpnął z książki B. Prusaka⁴⁷ modyfikując jednak założenie (wprowadzając autorską poprawkę) odnośnie równości wskaźników V/A oraz C/Wk . W ujęciu funkcjonalnym celem wykorzystania wskaźnika V/A była możliwość skorygowanego mnożnika C/Wk była możliwość wykorzystywania go do szacowania wartości rynkowej majątku przedsiębiorstwa, nawet w przypadku występowania ujemnych kapitałów własnych podmiotu, lub gdy brak jest danych na temat rzeczywistych zobowiązań i należności wycenianego podmiotu, które to sytuacje występują nagminnie w postępowaniach podziałowych w skład, których wchodzi małe przedsiębiorstwa. Dlatego też wyceniający w niniejszym raporcie na bazie wypracowanej i zweryfikowanej już w toku kilkudziesięciu postępowań sądowych czy administracyjnych (podatkowych) zastosuje wycenę metodą wartości księgowej netto z uwzględnieniem skorygowanego mnożnika C/Wk pochodzącego od podmiotów notowanych na GPW, która czerpie z doświadczeń podejścia porównawczego, ale bazuje na bilansowej wartości majątku wycenianego przedsiębiorstwa.

W związku z tym, metoda ta – w ocenie autora - zbliżona jest do podejścia mieszanego⁴⁸, aczkolwiek wywodzi się z podejścia porównawczego i stąd jest w

⁴⁶ W wycenie przedsiębiorstw występuje również skrót EV, czyli *Enterprise Value*, które również nazywane jest wartością całego przedsiębiorstwa, ale wzór na tę wartość uwzględnia „dług netto”, tj. zadłużenie skorygowane o gotówkę pozaoperacyjną. Autor w związku z tym, wyraźnie zwraca uwagę, że użyte V nie oznacza EV.

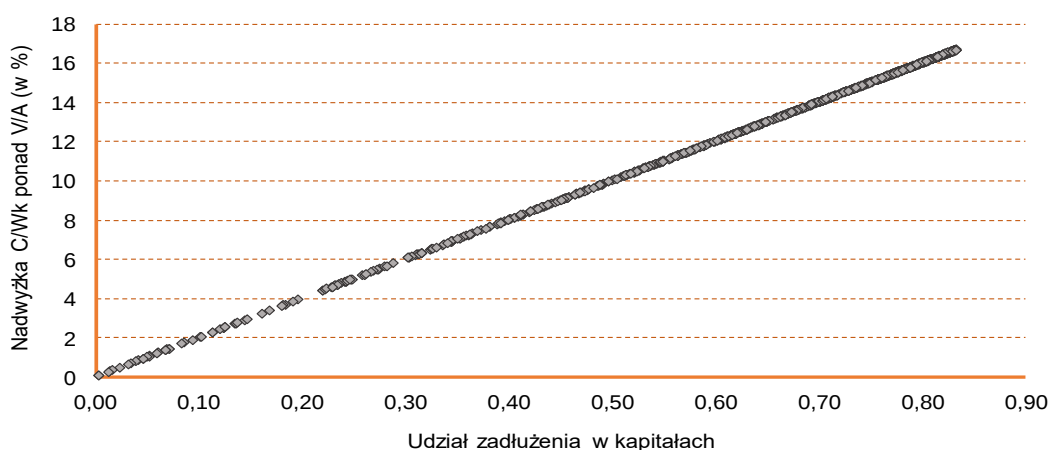
⁴⁷ B. Prusak, *Wskaźniki rynku kapitałowego - zastosowanie w wycenach przedsiębiorstw oraz w strategiach inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2014, s. 38.

⁴⁸ Wzorem dla autora był w tym przypadku A. Paździor, który w rozprawie habilitacyjnej pt. *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych* (Difin, Warszawa 2013) również zaproponował koncepcję niekonwencjonalnej metody wyceny bazującą na relacji wartości rynkowej do wartości księgowej spółek giełdowych. Nie znaczy to, że autor zastosował dokładnie tę samą koncepcję, a jedynie **zamysł autora na wyjście poza pewien kanon obowiązujących metod wyceny przedsiębiorstw**. Z informacji znajdujących się w bazie Nauka-Polska prowadzonym przez Państwowy Instytut Badawczy (<http://nauka-polska.opi.org.pl/dhtml/raporty/praceBadawcze?rtype=opis&lang=pl&objectId=297224>) wynika, że recenzentami pracy prof. Paździora byli między innymi profesorowie Krzysztof Jajuga oraz Jan Czekaj, którzy są wybitnymi specjalistami w zakresie rynków kapitałowych. Fakt, że prof. Paździor otrzymał tytuł naukowy doktora habilitowanego mając w składzie komisji oceniającej tak wymagające osoby stanowił dla autora uzasadnienie, że wycena przedsiębiorstw nie jest

niniejszym raporcie zakwalifikowana do niego. Konstrukcja ta bazowo uwzględnia bowiem wartość aktywów tj. majątku danego podmiotu, która po przemnożeniu przez ustalony mnożnik podlega ewentualnej korekcie o wysokość zobowiązań w momencie, kiedy stwierdza się ich istnienie (nie w każdym przypadku one wystąpią lub można je post factum ustalić).

Wyceniający wskazuje, iż przyjęcie znaku równości pomiędzy tymi mnożnikami można postawić tylko i wyłącznie w sytuacji całkowitego finansowania przedsiębiorstwa kapitałem własnym, co w wypadku małych działalności gospodarczych zwłaszcza handlowych i usługowych jest relatywnie częste z racji dodatkowych rabatów wynikających z tej formy płatności. Jeżeli w przedsiębiorstwie występuje choć złotówka zadłużenia, to V/A będzie na poziomie przybliżonym do C/Wk . Procentową różnicę pomiędzy V/A i C/Wk , w zależności od udziału długu w kapitałach przedsiębiorstwa, prezentuje poniższy wykres.

Wykres 1. Rozbieżność pomiędzy mnożnikami C/Wk oraz V/A dla 1.000 losowych przypadków (stały wskaźnik C/Wk)



Źródło: opracowanie własne.

Dla przykładowego modelu autor przyjął stałe założenie o rynkowej wartości kapitału własnego na poziomie 10 mln zł oraz księgowej wartości kapitału właścicielskiego na poziomie 8 mln zł (tożsame wyniki uzyskamy dla wartości 10,100 czy 1000 razy mniejszych). Wówczas mnożnik C/Wk wynosi 1,25. Następnie przeprowadzono tysiąc losowych symulacji, w których dług przedsiębiorstwa mógł wynosić od 0 do 40 mln zł. Każdy przypadek to inna wartość długu, a zatem inny jego udział w kapitałach przedsiębiorstwa. Po podsumowaniu wszystkich obserwacji można zaobserwować, że różnica pomiędzy mnożnikami wynosiła od 0% (gdy dług jest zerowy) do niespełna 17%, przy zaangażowaniu kapitałów obcych sięgającym 85%.

Przykładowo dysponując mnożnikiem C/Wk spółki, której ogólne zadłużenie, to 44% (symulacja nr 998), to aby przejść na V/A należałoby skorygować jego wartość w

zamkniętym obszarem naukowym i opracowywanie „niekonwencjonalnych koncepcji” nie jest zabronione nawet w wypadku wycen komercyjnych a nie tylko w wycenach sądowych.

dół o 8,819% do poziomu 1,14. Dlatego też autor wskazał, iż V/A jest na poziomie przybliżonym do C/Wk, gdy występuje zadłużenie.

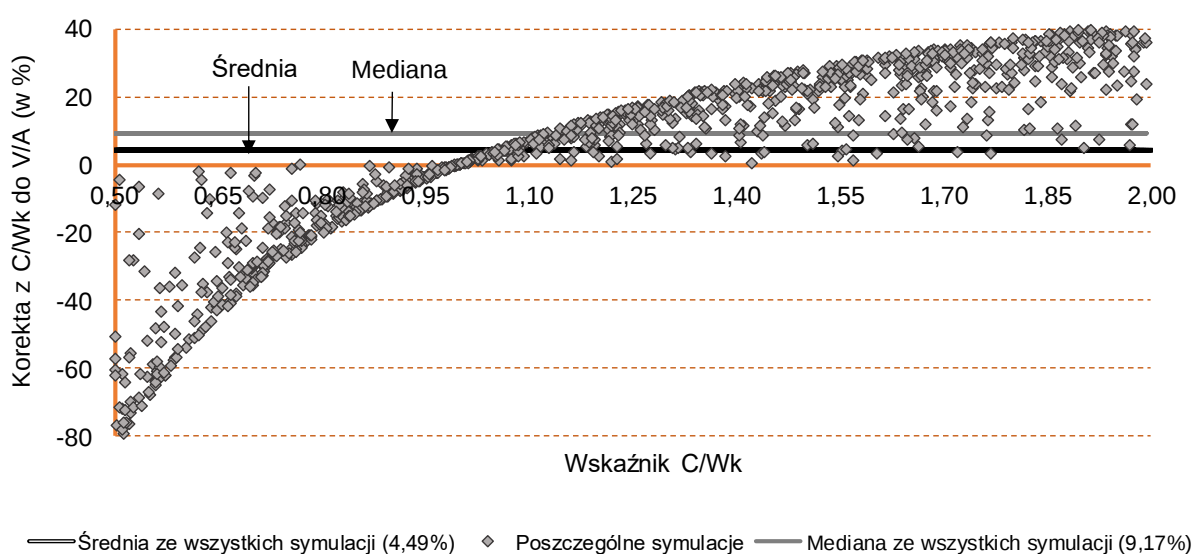
Tabela 14. Fragment obliczeń symulacyjnych zaprezentowanych na wykresie 1

Nr symulacji	Rynkowa wartość kapitału własnego (mln zł)	Kapitał własny wg bilansu (mln zł)	Księgowa wartość zadłużenia (mln zł)	Udział długu w kapitałach	C/Wk	V/A	Korekta z C/Wk do V/A (w %)
1	10	8	19,22	0,71	1,25	1,07	14,123
2	10	8	14,77	0,65	1,25	1,09	12,975
3	10	8	1,12	0,12	1,25	1,22	2,468
4	10	8	7,26	0,48	1,25	1,13	9,520
...							
998	10	8	6,31	0,44	1,25	1,14	8,819
999	10	8	18,67	0,70	1,25	1,07	14,000
1000	10	8	16,99	0,68	1,25	1,08	13,597

Źródło: opracowanie własne.

Pierwsze tysiąc symulacji posiada stały wskaźnik C/Wk, który wynosi 1,25. Tymczasem różnorodność rzeczywistości gospodarczej nakazuje rozważenie sytuacji, w której również ten parametr jest zmienny (przedział zmienności C/Wk ustalono na 0,5 do 2,0). W rezultacie autor stworzył tysiąc kolejnych przypadków, gdzie losowy jest nie tylko udział długu w kapitałach, ale również relacja wartości rynkowej i księgowej kapitału własnego, co pozwala stwierdzić o ile przeciętnie różni się V/A od C/Wk.

Wykres 2. Rozbieżność pomiędzy mnożnikami C/Wk oraz V/A dla 1.000 losowych przypadków (zmienny wskaźnik C/Wk)



Źródło: opracowanie własne.

Średnia arytmetyczna ze wszystkich przypadków, to 4,49% podczas, gdy mediana wynosi 9,17%. Ta ostatnia wartość oznacza, że w połowie przypadków różnica pomiędzy V/A a C/Wk jest mniejsza niż 9,17%, a może być nawet ujemna, czyli V/A jest wyższe niż C/Wk.

Tabela 15. Fragment obliczeń symulacyjnych zaprezentowanych na wykresie 2

Nr symulacji	Rynkowa wartość kapitału własnego (mln zł)	Kapitał własny wg bilansu (mln zł)	Księgowa wartość zadłużenia (mln zł)	Udział długu w kapitałach	C/Wk	V/A	Korekta z C/Wk do V/A (w %)
1001	10,46	8	16,17	0,67	1,31	1,10	15,732
1002	7,22	8	32,11	0,80	0,90	0,98	-8,701
1003	13,33	8	39,98	0,83	1,67	1,11	33,314
1004	8,67	8	28,38	0,78	1,08	1,02	6,049
...							
1998	8,60	8	39,04	0,83	1,08	1,01	5,818
1999	5,66	8	3,45	0,30	0,71	0,80	-12,453
2000	14,47	8	18,82	0,70	1,81	1,24	31,372

Źródło: opracowanie własne.

Statystycznie zatem istnieje podstawa do tego, aby przyjmować, iż mnożniki te na poziomie zagregowanym są do siebie zbliżone. Używając pojęcia „zagregowanym” autor ma na myśli wartości średnie. Gdyby zastosować klasyczne podejście porównawcze i poszukiwać jednej spółki podobnej do wycenianej, to mogłoby oznaczać, że różnica pomiędzy V/A a C/Wk będzie znacząca. Wystarczy spojrzeć na przypadki z powyższej tabeli, gdzie korekta z C/Wk do V/A wynosi od -12,5 do 33,3 procent, jednakże są to pojedyncze symulacje, a koncepcja autor osadzona jest na wartościach przeciętnych – średnich. Na takim poziomie różnica pomiędzy mnożnikami jest nieznaczna (kilka procent).

Autor przedstawiając powyższe wyliczenia jest świadomy, że są to sytuacje teoretyczne. Oczywiście część z tych przypadków znalazłaby potwierdzenie w rzeczywistości gospodarczej⁴⁹, ale co do zasady jest to analiza statystyczna z wykorzystaniem podstaw losowości (probabilistyki). Dlatego autor celem bardziej dokładnego ustalenia wskaźnika korygującego mnożnik CWk dla potrzeb niniejszej wyceny, ten sam schemat badania wykorzystał do ustalenia wskaźnika korygującego z wykorzystaniem danych rzeczywistych tj. pochodzącym z GPW z dodatkowym rozbiem na sektor handlu.

⁴⁹ Symulacje w tym przypadku oznaczają, że program losuje dowolną wartość rynkową kapitału własnego oraz saldo zadłużenia z określonego ogólnie przedziału. Zaletą takiego rozwiązania jest to, że można w kilka sekund wygenerować całe spektrum możliwych sytuacji i analizować pewne zależności.

Na podstawie serwisu ekonomicznego Biznesradar.pl⁵⁰ ustalono, które spółki publiczne zaliczane są aktualnie do sektorów handlu i usług innych. Łącznie analizą objętych zostało kilkaset przypadków, ponieważ miała ona wymiar również czasowy.

Na podstawie serwisu ekonomicznego Biznesradar.pl⁵¹ ustalono, które spółki publiczne zaliczane są aktualnie do sektorów handlu detalicznego oraz innych usług. Z uwagi na ograniczenia czasowe i ewentualny koszt takich prac do badania przyjęto tylko dwa sektory. Niemniej jednak, jak zostanie zaprezentowane w dalszej części, łącznie analizą objętych zostało kilkaset przypadków, ponieważ miała ona wymiar również czasowy.

To znaczy, że nie ograniczano się do zbadania relacji mnożników C/Wk oraz V/A dla zidentyfikowanych spółek na koniec badania (wówczas byłaby to analiza statyczna), a dla wszystkich dostępnych okresów od 1997 roku. Część z tych podmiotów wyemitowała swoje akcje dopiero w ostatnich latach, natomiast w próbie badawczej znalazły się również spółki obecne na rynku giełdowym od kilkunastu lat.

W takiej sytuacji dla jednej spółki dostępnych jest kilkanaście wartości mnożników C/Wk oraz V/A obliczonych na koniec każdego roku kalendarzowego. W metodyce badań naukowych jest to analiza czasowo-przestrzenna. Dla każdej spółki:

- określono pochodzenie, ponieważ na GPW dostępne są obecnie akcje spółek zagranicznych (ukraińskich, litewskich, holenderskich itp.). Spółki zagraniczne nie zostały uwzględnione w badaniu ze względu na potencjalnie odmienne wymogi w zakresie sprawozdawczości finansowej obowiązujące w ich rodzimych krajach;
- pozyskano historyczne dzienne notowania kursów akcji (serwis Stooq.pl);
- pozyskano historyczne bilansowe wartości kapitałów własnych oraz zadłużenia krótko- i długoterminowego na koniec każdego roku kalendarzowego oraz liczbę akcji na ten dzień (dane z Notoria Serwis)⁵²;
- obliczono mnożniki C/Wk oraz V/A⁵³, a następnie relację pomiędzy tymi wartościami.

Uzyskane wyniki potwierdzają teoretyczne wyliczenia w analizie symulacyjnej i wskazują na przybliżoną wartość mnożników. W zależności od badanej grupy spółek średnia różnica w mnożnikach wyniosła od 5,21 do 12,16% a mediana od 10,91 do 18,21% (ponownie mediana jest blisko dwukrotnie wyższa od średniej).

⁵⁰ Serwis jest dostępny pod adresem https://www.biznesradar.pl/gielda/akcje_gpww, a sektory wg GPW znajdują w lewej części wyświetlanej strony.

⁵¹ Serwis jest dostępny pod adresem https://www.biznesradar.pl/gielda/akcje_gpww, a sektory wg GPW znajdują w lewej części wyświetlanej strony.

⁵² Biblioteka Centrum Transferu Wiedzy i Innowacji dla Sektora Usług Service Inter-Lab przy Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego w Szczecinie umożliwia bezpłatne skorzystanie z danych Notoria Serwis.

⁵³ Spółki giełdowe często są grupami kapitałowymi i sporządzają zarówno sprawozdania jednostkowe jak i skonsolidowane. Autor przeprowadził kalkulację mnożników dla obu grup.

Tabela 16. Podsumowanie przeprowadzonej przez biegłego analizy mnożników C/Wk oraz V/A na podstawie rzeczywistych danych spółek z GPW z lat 1997-2016

Grupa spółek	Liczba przypadków (n)	Średnia różnica C/Wk i V/A (w %)	Mediana różnic C/Wk i V/A (w %)
Handel detaliczny:			
• sprawozdania jednostkowe	268	8,77	15,47
○ sprawozdania skonsolidowane ⁵⁴	216	12,16	18,21
Usługi-inne:			
• sprawozdania jednostkowe	261	6,14	10,91
○ sprawozdania skonsolidowane	241	5,21	15,21

Źródło: opracowanie własne.

Reasumując zaprezentowane powyżej wyniki analizy autor podtrzymuje swoje stanowisko o słuszności zastosowanej w niniejszym oszacowaniu koncepcji wyceny metodą wartości księgowej netto z uwzględnieniem mnożnika C/Wk. Zarówno analiza symulacyjna jak i czasowo-przestrzenna na podstawie danych rzeczywistych potwierdzają, że przeciętnie mnożniki C/Wk i V/A są zbliżone, chociaż nie równe.

W rezultacie w przeprowadzonej dalej wycenie przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) rzeczoznawca uwzględni ten fakt i mnożnik C/Wk pochodzący z GPW zostanie skorygowany in minus o 11,51% - jest to poziom, który łączy średnią z medianą.

Autor przyjął takie ustalenie średniej z daleko posuniętej ostrożności, gdyż w literaturze przedmiotu od lat trwa dyskusja dotycząca właściwości stosowania w wycenach średniej czy mediany. Z racji, iż oba wskaźniki mają zarówno wady i zalety – w ocenie autora – zastosowanie średniej z ustaleń obu wskaźników jest nie tylko uzasadnione i metodycznie właściwe.

Ostateczny wzór na wycenę przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) metodą wartości księgowej netto z uwzględnieniem mnożnika V/A jest następujący:

$$\begin{aligned}
 & \text{Wartość przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)} \\
 &= V/A \text{ skorygowany} * \text{księgowa wartość aktywów} - \text{księgowa wartość zadłużenia} \\
 & V/A \text{ skorygowany} = \text{średni } C/Wk * 0,8849 (\text{tj. } 1 - 11,51\%)
 \end{aligned}$$

Wobec powyższego, zgodnie z wcześniej przywoływaną metodologią autor odniesie się do danych płynących z rynku, tj. parkietu giełdowego. Jako punkt odniesienia stanowią spółki giełdowe o zbliżonym profilu działalności, tj. spółki - operatorzy resortów oferujących usługi SPA & Wellness. Zestawienie tych podmiotów wraz z określonym mnożnikiem przedstawia poniższa tabela.

⁵⁴ Nie wszystkie spółki publiczne sporządzają sprawozdania skonsolidowane.

Poniżej przedstawiono aktualne wartości wskaźnika C/Wk, zaczerpnięte z serwisu GPW.

Tabela 17. Wartość mnożnika rynkowego C/Wk GPW na dzień 11.08.2020 r.

Sektor	Podmiot	Ticker	Parkiet	C/WK	
SPA & Wellness	Interferie S.A.	INF	GPW	0,35	1,19
	Tatry Mountain Resorts A.S.	TMR	GPW	2,02	

Przyjęta do wyliczeń wartość przekracza poziom 1,0, co oznacza, iż w oczach inwestorów podmioty o zbliżonym profilu działalności uchodzą za wystarczająco atrakcyjne, aby byli oni skłonni płacić za ich walory znacznie powyżej wartości księgowej.

Kolejnym krokiem jest skorygowanie wartości mnożnika C/Wk o 11,51%, celem określenia wartości mnożnika V/A, co zostało przedstawione poniżej.

$$\text{Określenie wartości mnożnika } V/A = 1,21 * (1 - 11,51\%) = 1,05$$

W celu oszacowania rynkowej wartości wycenianego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) i tym samym wartości goodwill należy wskazać powyżej wartość mnożnika rynkowego V/A pomnożyć przez określoną uprzednio wartość majątku wchodzącego w skład tego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami).

Tabela 18. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) z wykorzystaniem mnożnika rynkowego V/A

Wartość składników majątku wchodzącego w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)	Wartość mnożnika rynkowego V/A (dla całego obiektu)	Oszacowana wartość z uwzględnieniem mnożnika dla całego obiektu	Nadwartość goodwill
I	II	III = I * II	IV = III - I
15.210.602,00	1,05	15.971.132,10	760.530,10

Wobec powyższego rzeczoznawca wskazuje, iż określona wartość goodwill wynosi 760.530,10 złotych, przy czym jak wskazano uprzednio jest to wartość przy założeniu, iż wartość ta dotyczy całego obiektu BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS, tym samym należy ją skorygować do poziomu odpowiadającego zakresowi przedmiotowemu przedsiębiorstwu (z wyłączeniami).

W tym celu autor posłuży się relacją powierzchni lokali wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) w relacji do powierzchni całego obiektu, który wynosi 6.616,92 m² (na bazie danych pochodzących z wniosku o otwarcie postępowania), z którego wynika, iż: **powierzchnia lokali przynależnych do wycenianego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) wynosi po uwzględnieniu powierzchni przynależnych 2.487,70 m², co stanowi 37,59 % udziału w całym obiekcie (2.487,70 m² /6.616,92 m²).**

Tabela 19. Określenie relacji powierzchni lokalów wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) w stosunku do całego obiektu BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS

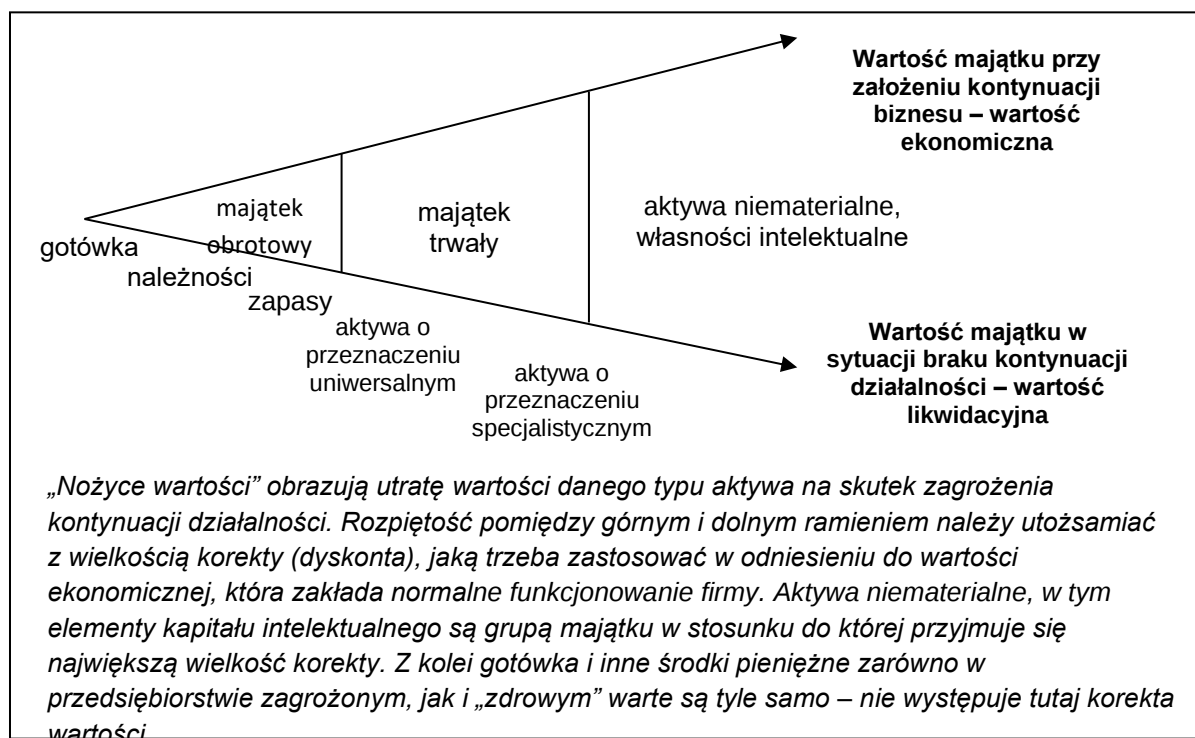
Powierzchnia użytkowa lokali wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami)	2.487,70 m ²
Łączna powierzchnia użytkowa obiektu BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS	6.616,92 m ²
Udział w całości obiektu	37,59%

Mając na uwadze powyższe autor wskazuje, iż relacja powierzchni lokalów wchodzących w skład przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) w stosunku do całości obiektu BALTIC CLIFF APARTMENTS SPA & WELLNESS wynosi 37,59%. Przenosząc wartość tego wskaźnika na określoną uprzednio wartość goodwill tj. 760.530,10 zł uzyskuje się kwotę 285.883,26 złotych, którą to należy przypisać do przedmiotowego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) jako obszar wartości niematerialnych i prawnych.

Klasyczną koncepcją postrzegania różnic w wartości rynkowej poszczególnych typów aktywów w sytuacji, gdy doszło do wstrzymania jego „wykorzystania rynkowego” lub nawet w sytuacji, gdy istnieje potencjalne zagrożenie jego wstrzymania **są tzw. nożyce wartości.**

Analiza utraty rynkowych wartości aktywów przedsiębiorstwa wykazuje, iż skala utraty wartości ekonomicznej aktywów niematerialnych (m.in. marki nie wykorzystywanej rynkowo) jest największa ze wszystkich grup. Wyceniając wskazuje, iż koncepcja nożyc wartości traktuje trudności w utrzymaniu na rynku aktywa np. marki czy znaku towarowego jako proces ekonomiczny, z którego wynika, że w takim wypadku dochodzi do tzw. erozji wartości rynkowej posiadanych przez właściciela aktywa. W wypadku zaprzestania rynkowego wykorzystania znaku towarowego jego wartość z każdym miesiącem braku rynkowej ekspozycji spada, co obrazuje poniższy rysunek.

Rysunek 17. Graficzna prezentacja skali korekty wartości poszczególnych grup aktywów na skutek zaprzestania kontynuacji działalności



Źródło: W. Anson, D.P. Suchy, Ch. Ahya, *Intellectual Property Valuation: A Primer for Identifying and Determining Value*, Chicago 2005, s. 175.

Należy wskazać, iż w opinii rzeczoznawcy przy wycenach na potrzeby postępowań upadłościowych decydujące znaczenie ma upływ czasu od zaprzestania prowadzenia działalności przez upadłego. W. Anson⁵⁵ wskazuje, że na ostatnim etapie wyceny aktywów niematerialnych w postępowaniach upadłościowych należy zastosować korektę *in minus* (dyskonto) z uwagi na to, że istnieje ryzyko trwałej utraty wartości niematerialnych, które mogą wynikać np. z niechęci, utraty zaufania itp. kontrahentów do upadłego zakładu, jak również braku chęci powrotu do niego byłych pracowników.

Korekta *in minus* wartości aktywów niematerialnych stanowiących majątek upadłego przedsiębiorstwa z uwagi na fakt wdrożenia postępowania upadłościowego może być wyrażona według tego autora w dwojaki sposób:

- jednorazowym wskaźnikiem korygującym, który może wynosić zarówno np. 30%, jak i 99% (decydujące znaczenie ma analiza ryzyka trwałej utraty wartości rynkowej dokonany przez wyceniającego),

⁵⁵ W. Anson, *Valuation and Sale of Intangible Assets, Intellectual Property and IP Licenses in Bankruptcy* (pol. Wycena i możliwość sprzedaży aktywów niematerialnych, własności intelektualnych oraz licencji w warunkach bankructwa), *The Licensing Journal*, Luty 2002, s. 8-12.

- poprzez przyjęcie założenia, iż aktywa niematerialne tracą na wartości średnio od 2 do 5 procent miesięcznie od dnia, w którym przedsiębiorstwo rozpoczęło proces upadłościowy.

W opinii wyceniającego obydwa sposoby dokonywania korekty wartości aktywów niematerialnych zasługują na uznanie, gdyż wskazaną przez W. Ansona prawidłowość można zaobserwować również w procesie likwidacji majątku upadłych przedsiębiorstw w Polsce.

Upadłe przedsiębiorstwa posiadające duży kapitał intelektualny (rynkowy i ludzki) z reguły relatywnie szybko znajdują potencjalnych inwestorów, którzy nawet w sytuacji braku proceduralnej możliwości szybkiego ich zakupu od syndyka, zgodnie z przepisami Prawa upadłościowego podejmują decyzję o jego wydzierżawieniu z zastrzeżeniem prawa pierwokupu. Z kolei przedsiębiorstwa posiadające mały kapitał intelektualny mimo posiadania nawet nowoczesnego zakładu, nie wzbudzają dużego zainteresowania inwestorów, gdyż nabycie majątku w postaci nieruchomości, maszyn i urządzeń w procesie upadłościowym, związane jest z ich zakupem za gotówkę, co powoduje często trudności z uzyskaniem finansowania zewnętrznego.

Potencjalni nabywcy gotowi są nabyć taki zakład tylko za „wyjątkowo” atrakcyjną cenę. Jednak często w takich wypadkach dochodzi w krótkim czasie do „powtórnej” upadłości właśnie z powodu ujawnienia się, iż upadłe przedsiębiorstwo w okresie od wstrzymania działalności do ponownego jej wznowienia utraciło cały swój posiadany swój „kapitał niematerialny”. W takich wypadkach okazuje się, iż nawet nowoczesny potencjał wytwórczy nabytego okazynie przedsiębiorstwa nie jest w stanie generować zysków bez odzyskania wypracowanego wcześniej „kapitału intelektualnego” (np. posiadanego przez byłych pracowników).

Wobec powyższego wydaje się właściwe, dokonywanie korekt w stosunku do aktywów niematerialnych przyjmując procentową utratę ich wartości w miarę upływu czasu jaki upłynął od dnia ogłoszenia upadłości. Jednak procentowa wielkość tej utraty winna być dokonywana po przeprowadzeniu analizy rynku ze szczególnym uwzględnieniem jej specyfiki.

Autor wyceny wskazuje, iż ogłoszenie upadłości nastąpiło w dniu 03.03.2020 roku, ale rozstrzygnięcie przetargu zakładając, iż dojdzie do jego ogłoszenia w sierpniu 2020 roku to rozstrzygnięcie i przekazanie przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) nowemu nabywcy nastąpi najwcześniej w październiku 2020 roku tj. po 10 miesiącach od ogłoszenia upadłości.

Biorąc pod uwagę wskazania W. Ansona dotyczące utraty wartości przez aktywa niematerialne to według obu podejść tj. przyjmując jednorazowy odpis w wysokości 30% czy przyjmując 3% miesięczny odpis z tytułu utraty od dnia ogłoszenia upadłości do planowanego okresu przejęcia majątku ST INVESTMENTS sp. z o.o. sp.k., również otrzymujemy 30%.

Autor dodatkowo wskazuje, iż jak wskazał we wcześniejszej części wyceny goodwill ST INVESTMENTS, który odzwierciedla jego marka z racji, iż nowy nabywca nie przejmie wcześniej zatrudnionych pracowników, co powoduje, iż nie wykorzysta dużej części wypracowanego przez ten podmiot know-how oraz nie będzie mógł wykorzystać wcześniejszego posiadanego przez ten podmiot kapitału intelektualnego pracowników.

Tym samym nowy nabywca przejmie de facto tylko markę, część procedur obsługi gości, systemy komputerowe, strony internetowe, co powoduje, iż przejmie około 60-70% tych wartości niematerialnych wcześniej posiadanych przez upadły podmiot.

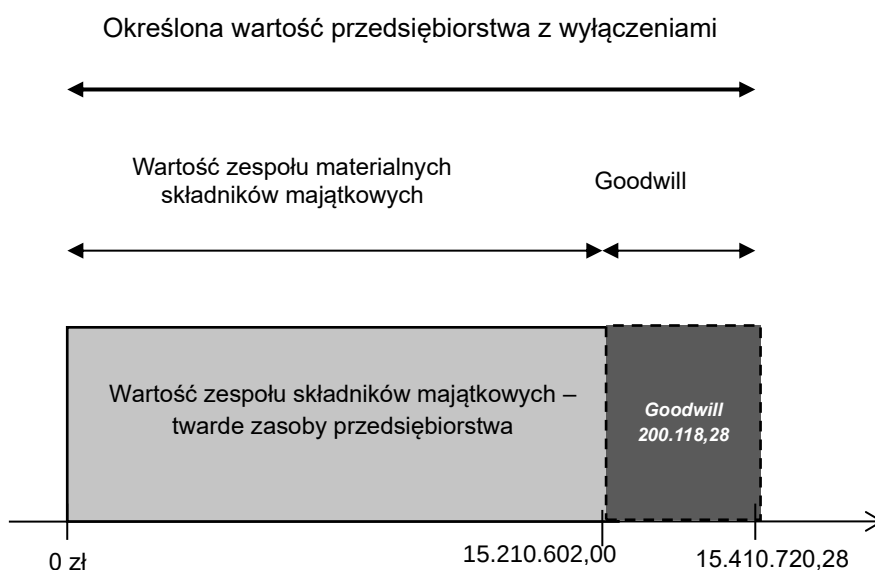
W związku z tym, autor dokona odpisu korygującego w wysokości 30% od oszacowanej powyżej wartości goodwill-u przedsiębiorstwa (z wyłączeniami).

W związku z tym, wartość goodwill-u wycenianego przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) kształtuje się na poziomie 200.118,28 zł ($285.883,26 \text{ zł} \times 0,7$).

Tym samym autor wskazuje, iż wartość przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) oszacowana przy wykorzystaniu metody skorygowanych aktywów netto wynosi 15.410.720,28 zł, na co składa się wartość:

- **Nieruchomości - 14.379.000,00 zł**
- **Ruchomości – 831.602,00 zł**
- **Wartości niematerialnych i prawnych – 200.118,28 zł.**

Poniżej autor Opisu i oszacowania w sposób graficzny przedstawił oszacowaną wartość przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) ST INVESTMENTS sp. z o.o. sp.k. w upadłości.



Tym samym należy stwierdzić, iż podjęta przez Syndyka decyzja o podjęciu próby zbycia majątku Upadłego w ramach przedsiębiorstwa (z wyłączeniami) jest nie tylko preferowaną przez przepisy Prawa upadłościowego formą likwidacji majątku Upadłego, ale i jak wykazuje niniejszy Opis i oszacowanie dającą szansę na maksymalizację wpływów do masy upadłości i tym samym najwyższe z możliwych zaspokojenie wierzycieli Upadłego, gdyż tylko przy takiej formie sprzedaży możliwe jest uzyskanie ekwiwalentu za posiadany przez upadły podmiot goodwill.

Podkreślić należy, iż obiekt Baltic Cliff posiada SPA & Wellness składające się z 6 gabinetów kosmetycznych, sal konferencyjnych, bawialni, placu zabaw, restauracji, kawiarni, patio, basenu, sauny mokre, suche, grota lodowa, jacuzzi, tepidarium i inne usługi całoroczne dla kolejnych projektów budowy apartamentowców na sąsiedniej działce oraz 8 własnych apartamentów o łącznej powierzchni ok. 2200m² co stanowi 37% łącznej pow. lokalowej + 288 pow. garażowej.

Wskazać należy, iż rynek nieruchomości lokalowych (zwłaszcza apartamentów z aneksami kuchennymi) nad morzem odnotowuje obecnie wzrost cen lokali, co wynika z niskich stóp procentowych oraz chęci izolacji gości (uniezależnienia się od wspólnych pomieszczeń), jednak w składzie wycenianego przedsiębiorstwa wartość tych apartamentów stanowi tylko 15,30% wartości ogółu nieruchomości. Z kolei 84,70% wartości nieruchomości stanowią lokale zaliczane do tzw. infrastruktury rekreacyjnej (spa, baseny, dyskoteki) i gastronomicznej (kawiarnie, bary i restauracje), które obecnie odnotowują drastycznie obniżenie wartości rynkowej z racji ograniczenia powierzchni przeznaczonej dla klientów, zmniejszenia imprez firmowych i rodzinnych z powodu epidemii koronawirusa.

Z racji, iż w stosunku do najwartościowszej części majątku przedsiębiorstwa Upadłego tj. nieruchomości poza apartamentowych istnieje obecnie dalej zagrożenie czasowego zawieszenia działalności w najbliższym okresie jesienno-zimowym – w ocenie autora – ewentualne zmiany wartości cen apartamentów (*in plus*) będą częściowo rekompensować bezsporne spadki wartości rynkowej tych lokali usługowych, których wycena dokonana była na bazie cen z okresu sprzed pandemii. Tym samym – w ocenie autora – tylko szybkie wdrożenie procedury sprzedaży pozwoli na uniknięcie – w wypadku wprowadzenia ponownie restrykcji sanitarnych-konieczności dokonania korekt wyceny ze względu na zmiany na rynku tego typu nieruchomości.

W związku z tym, autor wskazuje, iż określona w niniejszym Opisie i oszacowania wartość całego przedsiębiorstwa ST INVESTMENTS sp. z o.o. sp.k. w upadłości z wyłączeniem następujących składników:

- należności
- środków pieniężnych
- ruchomości w postaci pojazdów
- ruchomości w postaci wyposażenia apartamentów

- rozliczeń międzyokresowych krótkoterminowych
- rozliczeń międzyokresowych długoterminowych
- ewentualnych wierzytelności z tytułu nadpłaty podatków
- wierzytelności powstałych po dniu ogłoszenia upadłości
- ksiąg i dokumentów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej.

jest rekomendowaną wartością godziwą dla rozpisania przetargu na jego sprzedaż, w którym zostanie ustalona jego rzeczywista wartość rynkowa, która może być zarówno wyższa (z racji zmiany *in plus* warunków rynkowych) jak i niższa (z racji zmiany *in minus* warunków rynkowych).

Zastrzeżenia dotyczące opracowania

1. Niniejsze opracowanie nie może być wykorzystywane do żadnego innego celu niż określony i nie może być publikowane w całości w jakimkolwiek dokumencie bez zgody wykonawcy i bez uzgodnienia z nim formy i treści takiej publikacji.
2. Wykonawca nie bierze na siebie odpowiedzialności za wady ukryte i ewentualne skutki wykorzystania opracowania.