

**OPIS I OSZACOWANIE
PRZEDSIĘBIORSTWA
SZCZECIŃSKA FABRYKA WÓDEK
„STARKA” SP. Z O.O. W UPADŁOŚCI
Z WYŁĄCZENIAMI**

Sporządził:



Szczecin, 20 listopada 2023 r.

WYCIĄG Z RAPORTU

Zgodnie otrzymanym zleceniem od Syndyka masy upadłości przedsiębiorstwa Szczecińska Fabryka Wódek „STARKA” sp. z o.o. w upadłości z siedzibą w Szczecinie, rzeczoznawca sporządził specjalistyczny Opis i oszacowanie upadłego przedsiębiorstwa Szczecińska Fabryka Wódek „STARKA” sp. z o.o. w upadłości (dalej SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości zgodnie z dyspozycją art. 319 Prawa upadłościowego według aktualnej wartości rynkowej.

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

Rzeczoznawca w celu sporządzenia opinii wykorzystał dokumenty otrzymane od Zleceniodawcy, sporządzoną odrębnie wycenę nieruchomości i ruchomości oraz powszechnie dostępne informacje dotyczące specyfiki funkcjonowania przedsiębiorstw.

W niniejszym Opisie i oszacowaniu, zgodnie z celem i kontekstem opracowania rzeczoznawca zaprezentował oszacowaną wartość upadłego przedsiębiorstwa tj. zespołu składników majątkowych i niematerialnych SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości podlegającej zbyciu jako całości w toku postępowania upadłościowego według podejścia rynkowego tj. z wykorzystaniem metody majątkowej skorygowanych aktywów netto, co w jego ocenie w najlepszym stopniu oddaje obecny potencjał rynkowy.

Tabela 1 Zestawienie podsumowujące oszacowanie wartości przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Metoda wyceny	Oszacowana wartość rynkowa upadłego przedsiębiorstwa
Skorygowanych aktywów netto z uwzględnieniem dyskonta dla sprzedaży likwidacyjnej	<u>106.328.432,37</u>

Rzeczoznawca poniżej dokona opisu wycenianego przedsiębiorstwa

- 1/ firma:** *Szczecińska Fabryka Wódek „STARKA”*
- 2/ forma prawna podmiotu:** *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością w upadłości*
- 3/ siedziba:**
- 4/ KRS** *0000422739*
- 5/ NIP:** *5860102530*
- 6/ REGON:** *002866318*
- 7/ przedmiot działalności zgodnie z PKD 2007:**
- 1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy
11, 01, Z, Destylowanie, rektyfikowanie i mieszanie alkoholi
- 2.Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy

11, 07, Z, Produkcja napojów bezalkoholowych; produkcja wód mineralnych i pozostałych wód butelkowanych
 46, 34, A, Sprzedaż hurtowa napojów alkoholowych
 46, 34, B, Sprzedaż hurtowa napojów bezalkoholowych
 46, 90, Z, Sprzedaż hurtowa niewyspecjalizowana
 47, 11, Z, Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych
 47, 19, Z, Pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach
 47, 25, Z, Sprzedaż detaliczna napojów alkoholowych i bezalkoholowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach
 47, 91, Z, Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub internet
 52, 10, B, Magazynowanie i przechowywanie pozostałych towarów

8/ nieruchomość wchodząca w skład przedsiębiorstwa podlegająca wycenie, jej obszar oraz oznaczenie księgi wieczystej lub zbioru dokumentów

Lp.	Nr księgi wieczystej	Lokalizacja	Rodzaj nieruchomości	Powierzchnia [ha]	Nr działki	Zabudowa	Oszacowana wartość rynkowa netto
1	SZ1S/00109627/7	Obręb ewidencyjny Pogodno 153	Nieruchomość gruntowa W użytkowaniu wieczystym zabudowana	2,6846	3/32, 3/33	Zabudowa produkcyjna	38.552.000 zł
	SZ1S/00116741/4				3/34		
	SZ1S/00100494/2				3/73, 3/74, 3/75, 3/65		

Zgodnie z powyżej wskazanymi operatami szacunkowymi sporządzonymi przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Górkę w dniu 08.08.2023 r. należy wskazać, iż występuje możliwość podziału funkcjonalnego nieruchomości stanowiących majątek SFW „STARKA” sp. z o.o. na dwie niezależne części tj.:

- produkcyjną, obejmującą nieruchomości objęte następującymi księgami wieczystymi:

- SZ1S/00109627/7 (dz. nr 3/32)
- SZ1S/00100494/2 (dz. nr 3/73,3/74,3/75),

o wartości rynkowej 20.247.000 zł,

- inwestycyjną (deweloperską), obejmującą nieruchomości objęte następującymi księgami wieczystymi:

- SZ1S/00109627/7 (dz. nr 3/33)
- SZ1S/00116741/4 (dz. nr 3/34)
- SZ1S/00100494/2 (dz. nr 3/65)

o wartości rynkowej wynosi 18.305.000 zł.

Łączna wartość rynkowa nieruchomości wynosi 38.552.000 zł

Powyższe nieruchomości obciążone są hipotekami, których wykaz według stanu na dzień sporządzania niniejszego opracowania przedstawiono poniżej.

1. SZ1S/00109627/7

- **Hipoteka umowna łączna nr 42** – 69.352.935,00 (sześćdziesiąt dziewięć milionów trzysta pięćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset trzydzieści pięć) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29 maja 2013 r.;

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 49.

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada

- **Hipoteka umowna łączna nr 43** – 2.180.292,00 (dwa miliony sto osiemdziesiąt tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt dwa) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29.04.2014 roku;

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 50.

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada

- **Hipoteka umowna łączna nr 44** – 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny:

1. - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewalwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty, umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Pierwszeństwo: hipotece wpisanej pod nr 44 w kwocie 15 075 000,00 zł na rzecz Raiffeisen Bank Polska spółka akcyjna przysługuje pierwszeństwo przed hipoteką wpisaną pod nr 42 w kwocie 6 935 2935,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada) oraz przed hipoteką wpisaną pod nr 43 w kwocie 2 180 292,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada).

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 51;

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 34.

Wierzyciel hipoteczny - Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział w Szczecinie, Warszawa, 01000085400000

- **Hipoteka umowna łączna nr 45** - 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 35

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 54.

Wierzyciel hipoteczny: Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- **Hipoteka przymusowa łączna nr 46** – 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 36, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 56.

Wierzyciel hipoteczny: Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- **Hipoteka przymusowa łączna nr 47** – 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 57, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4, nr hipoteki 37.

Wierzyciel hipoteczny: Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- **Hipoteka przymusowa łączna nr 48** - 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 38, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 59.

Wierzyciel hipoteczny: Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

2. SZ1S/00116741/4

- **Hipoteka umowna łączna nr 34** – 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny:

1 - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewolwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty; umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2 - kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3 - kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 44, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 51

Wierzyciel hipoteczny: Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział w Szczecinie, Warszawa, 01000085400000

- **Hipoteka umowna łączna nr 35** - 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2, nr hipoteki 54
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 45.

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- **Hipoteka przymusowa łączna nr 36** - 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 56
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 46.

Wierzyciel hipoteczny: Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- **Hipoteka przymusowa łączna nr 37** – 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 57,
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 47.

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- **Hipoteka przymusowa łączna nr 38** – 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 59
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 48.

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

- **Hipoteka przymusowa nr 39** – 451.277,70 (czterysta pięćdziesiąt jeden tysięcy dwieście siedemdziesiąt siedem 70/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawna: hipoteka tytułem zabezpieczenia zaległości publicznoprawnej (podatku od nieruchomości od osób prawnych) za okres 07/2020-02/2021;

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- **Hipoteka przymusowa nr 40** – 33.055,10 (trzydzieści trzy tysiące pięćdziesiąt pięć 10/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

- **Hipoteka przymusowa nr 41** – 578.633,52 (pięćset siedemdziesiąt osiem tysięcy sześćset trzydzieści trzy 52/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułami wykonawczymi;

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

3. SZ1S/00100494/2

- **Hipoteka umowna łączna nr 49** – 69.352.935,00 (sześćdziesiąt dziewięć milionów trzysta pięćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset trzydzieści pięć) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29 maja 2013r.;

Księga współobciążona:. Nr księgi wieczystej SZ1S / 001009627/7, nr hipoteki 42
Wierzyciel hipoteczny - Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada.

- **Hipoteka umowna łączna nr 50**- 2.180.292,00 (dwa miliony sto osiemdziesiąt tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt dwa) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty;, umowa pożyczki z dnia 29.04.2014 roku;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 43
Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada.

- **Hipoteka umowna łączna nr 51** - 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny

1. - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewolwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty, umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Pierwszeństwo: hipotece wpisanej pod nr 51 w kwocie 15 075 000,00 zł na rzecz Raiffeisen Bank Polska spółka akcyjna przysługuje pierwszeństwo przed hipoteką wpisaną pod nr 49 w kwocie 6 935 2935,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada) oraz przed hipoteką wpisaną pod nr 50 w kwocie 2 180 292,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada).

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 44
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 34.

Wierzyciel hipoteczny: Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział W Szczecinie, Warszawa, 01000085400000.

- **Hipoteka przymusowa nr 52** – 160;544,00 (sto sześćdziesiąt tysięcy pięćset czterdzieści cztery) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: zabezpieczenie należności z tytułu podatku od nieruchomości

Wierzyciel hipoteczny: Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- **Hipoteka przymusowa nr 53** – 262.959,00 (dwieście sześćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset pięćdziesiąt dziewięć) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułami wykonawczymi

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- **Hipoteka umowna łączna nr 54** – 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 45,
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 45
Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie,
Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa
- Hipoteka przymusowa nr 55 - 151.811,91 (sto pięćdziesiąt jeden tysięcy osiemset
jedenaście 91/100) zł
Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;
Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie,
Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa
- Hipoteka przymusowa nr 56 - 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące
osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł
Wierzytelność i stosunek prawny - nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym
Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 36, Nr
księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 46
Wierzyciel hipoteczny - Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący
Skarb Państwa
- Hipoteka przymusowa łączna nr 57 - 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset
sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł
wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;
Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 37, Nr
księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 47
Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie,
Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa
- Hipoteka przymusowa nr 58 - 60.283,49 (sześćdziesiąt tysięcy dwieście
osiemdziesiąt trzy 49/100) zł
Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym
Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232
- Hipoteka przymusowa łączna nr 59 – 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć
tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł
wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;
Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 38, Nr
księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 48
Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232
- Hipoteka przymusowa nr 60 – 51.3245,85 (pięćset trzynaście tysięcy dwieście
czterdzieści pięć 85/100) zł
wierzytelność i stosunek prawny - zabezpieczenie należności z tytułu podatku od
nieruchomości
Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232
- Hipoteka przymusowa nr 61 – 288.964,26 (dwieście osiemdziesiąt osiem tysięcy
dziewięćset sześćdziesiąt cztery 26/100) zł
wierzytelność i stosunek prawny - należność wynikająca z tytułu wykonawczego
Wierzyciel hipoteczny - Prezydent Miasta Szczecina, Szczecin, Organ Reprezentujący
Skarb Państwa

W księgach wieczystych Dział III - prawa, roszczenia i ograniczenia ujawniono następujące wpisy:

1. SZ1S/00109627/7

Numer wpisu: 1

Napis: wpisy dotyczące użytkowania wieczystego i własności budynku stanowiącego odrębną nieruchomość

Rodzaj wpisu: inny wpis

Treść wpisu: wszczęcie egzekucji w sprawie GKM 126/19, KMS 42/19;

Rodzaj zmiany: Lp. 1. w polu 3.4.1.2 i podrubryce 3.4.2 do toczącej się egzekucji przyłączono wierzyciela w sprawie KMS 42/19: Sąd Okręgowy w Szczecinie.

Skarb Państwa: Sąd Okręgowy w Szczecinie, Szczecin, 000324530

Rola instytucji: osoba prawna, której powierzono wykonywanie praw skarbu państwa
Inna osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną (nazwa, siedziba, KRS): Raben Logistics Polska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, Gądk, 0000561623

2. SZ1S/00116741/4

Numer wpisu: 1

Napis: wpisy dotyczące użytkowania wieczystego, własności budynku stanowiącego odrębną nieruchomość i urządzenia stanowiącego odrębny przedmiot własności

Rodzaj wpisu: inny wpis

Treść wpisu: wszczęcie egzekucji w sprawie GKM 126/19,

Rodzaj zmiany: w podrubryce 3.4.2. do toczącej się egzekucji przyłączono wierzyciela w sprawie KMS 42/19;

Skarb Państwa: Sąd Okręgowy w Szczecinie, Szczecin, 000324530

Rola instytucji: osoba prawna, której powierzono wykonywanie praw skarbu państwa
Inna osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną (nazwa, siedziba, KRS): Raben Logistics Polska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, Gądk, 0000561623

3. SZ1S/00100494/2

Numer wpisu: 1

Napis: wpisy dotyczące użytkowania wieczystego i własności budynku stanowiącego odrębną nieruchomość

Rodzaj wpisu: ograniczone prawo rzeczowe

Treść wpisu: na czas nieokreślony służebność przesyłu na rzecz uprawnionej i jej następców prawnych, polegająca na prawie do budowy na tej nieruchomości urządzeń elektroenergetycznych, prawie do korzystania z nieruchomości zgodnie z przeznaczeniem znajdujących się na tej nieruchomości urządzeń elektroenergetycznych, umożliwiającym w szczególności władanie, używanie, korzystanie i pobieranie pożytków z urządzeń elektroenergetycznych oraz prawie swobodnego dostępu i dojazdu do tych urządzeń wszelkimi środkami transportu przez pracowników służb eksploatacyjnych Enea Operator spółki z ograniczoną odpowiedzialnością jego następców prawnych oraz przez wszystkie podmioty i osoby, którymi Enea Operator sp. z o.o. posługuje się w związku z prowadzoną działalnością pracowników służb eksploatacyjnych, w celu usuwania awarii, wykonywania prac,

eksploatacyjnych i konserwacyjnych, remontowych, modernizacji, wymiany urządzeń i przewodów oraz wyprowadzania nowych obwodów energetycznych z urządzeń już istniejących, a także dystrybucji energii elektrycznej oraz polegającą na prawie dostępu do urządzeń elektroenergetycznych usytuowanych na działkach nr 3/73 i 3/74; przy czym zakres wykonywania służebności ograniczony będzie do pomieszczeń o powierzchni 22,65 m² znajdujących się w budynku stacji transformatorowej, usytuowanej na działce 3/74 i oznaczonych kolorem pomarańczowym na załączniku do aktu not. Z dn. 7 listopada 2013 r., rep. A nr 3550/2013, sporządzonego przez not. J. Radkiewicz w szczecinie oraz do pasa gruntu o powierzchni 33 m², stanowiącego część działki nr 3/73 i przebiegającego wzdłuż linii elektroenergetycznych sn i nn, oznaczonego kolorem żółtym na załączniku do w/w aktu oraz do części działki nr 3/75 w ramach istniejących ciągów komunikacyjnych;

Inna osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną: Enea Operator spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, Poznań, 30045539800000

Numer wpisu: 2

Rodzaj wpisu: inny wpis

Treść wpisu: wszczęcie egzekucji w sprawie GKM 126/19;

Inna osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną: Raben Logistics Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, Gądk, 0000561623.

9/ ruchomości wchodzące w skład przedsiębiorstwa podlegającego wycenie

Autor wskazuje, iż wszystkie ruchomości (1846 pozycji spisowych) stanowiące składniki przedsiębiorstwa podlegające wycenie w niniejszym opracowaniu zostały oszacowane przez rzeczoznawcę Waldemara Szyszki wartość rynkowa ruchomości wynosi **1.349.603,10 złotych netto**.

10/ ruchomości w postaci sprzętu i wyposażenia biurowego znajdującego się w siedzibie spółki przy ul. Jagiellońskiej 63/64 w Szczecinie

Zgodnie z wyceną z dnia 21.09.2023 r. autorstwa Michała Wardyna łączna wartość sprzętu i wyposażenia biurowego znajdującego się w siedzibie spółki przy ul. Jagiellońskiej 63/64 w Szczecinie wynosi **19.227,00 złotych netto**.

11/ zapasy produktowe historyczne kwalifikujące się do uznania ich za kolekcjonerskie SFW „STARKA” Sp. z o.o. w upadłości

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 20.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowych zapasów produktowych historycznych kwalifikujących się do uznania ich za kolekcjonerskie SFW „STARKA” Sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **36.500,00 złotych netto**.

12/ zapasy produktowe historyczne SFW „STARKA” Sp. z o.o. w upadłości

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 20.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowych zapasów produktowych historycznych SFW

„STARKA” Sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **16.656,00 złotych netto**.

13/ zapasy produktowe SFW „STARKA” Sp. z o.o. w upadłości inne niż sygnowane marką STARKA oraz produktów innych producentów stanowiących pozostałości towarów handlowych

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 20.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowa zapasów produktowych SFW „STARKA” Sp. z o.o. w upadłości innych niż sygnowane marką STARKA oraz produktów innych producentów stanowiących pozostałości towarów handlowych na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **12.877,31 złotych netto**.

14/ zapasy produktów oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach na produkcji SFW „STARKA” Sp. z o.o.

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 14.11.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowa zapasów produktowych oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach na produkcji SFW „STARKA” Sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **3.010.997,72 zł netto**.

15/ zapasy surowki żytniej wraz z wszelkimi wartościami niematerialnymi i prawnymi przynależnymi do marki (nazwy) STARKA

Wyceniający wskazuje, iż wycena zapasów postarzałej surowki żytniej dokonana została w dniu 17.10.2023 r. przez Przemysława Wardyna zgodnie z którym:

*Aktualna wartość rynkowa surowki żytniej wchodzącej w skład masy upadłości przy przyjęciu, iż są one nierozzerwalnie powiązane z wartością rynkową globalnej marki STARKA (znaki towarowe, nazwa handlowa, receptury, renoma i pozostałe przynależne do marki wartości niematerialne i prawne) i tym samym mogą być „przerobione” na wyroby sygnowane marką STARKA oraz po uwzględnieniu wszelkich kosztów tj. operacyjnych (akcyzy, strictly kosztów operacyjnych z wyłączeniem amortyzacji i kosztów podatków i opłat oraz kosztów przywrócenie zdolności produkcyjnej zakładu) i kosztów finansowych (kosztu pozyskania źródeł finansowania na zakupu surowki i półproduktów w okresie od zakupu do jej finalnej sprzedaży - wyceniający zakłada wariant optymistyczny 5 lat) kształtuje się na poziomie **63.316.279,37 złotych netto**.*

Wyceniający wskazuje, iż w powyżej wskazanej wartości zawiera się wartość rynkowa alkoholu w postaci surowki żytniej, która w wypadku jej sprzedaży odrębnej tj. bez praw do szeroko pojmowanej marki STARKA należy określić na poziomie **15.281.326,60 zł** oraz wartości rynkowej szeroko pojmowanej marki STARKA, która kształtuje się na poziomie **48.034.952,77 zł** i wyrażona jest aktualnie w całości w prawie do trzech znaków towarowych objętych zastawem rejestrowym. Wyceniający wskazuje, iż każdy z dwóch znaków towarowych słownych zawierających

słowo STARKA ma wartość **16.011.650,93 zł**, a znak słowno- graficzny STARKA PRESTIGE wartość **16.011.650,91 zł**.

Konieczność wyodrębnienia wartości marki STARKA wynika z faktu, iż na trzech znakach towarowych (dwóch słownych i jednym słowno-graficznym) ustanowione są zastawy rejestrowe, co implikuje konieczność ustalenia odrębnych wartości dla samego alkoholu jak i dla marki STARKA, która z racji ustanowienia znakach towarowych zawierających nazwę STARKA powoduje, iż przyjąć należy, iż nadwyżka wartości wycenianego składnika majątku Upadłego podmiotu ponad jego wartość rynkowa postarzałej surówki żytniej przynależna jest do tych wartości niematerialnych i prawnych, na których ustanowiono zabezpieczenie w postaci zastawu rejestrowego.

Wyceniający podkreśla, iż powyższe rozdzielne przyporządkowanie globalnej wartości rynkowej do tych dwóch składników tj. alkoholu i szeroko pojmowanej marki STARKA w żadnej mierze nie oznacza, iż wyceniający uznaje za skuteczny i aktualny w stosunku do masy upadłości wykazane w rejestrze zastawów zabezpieczenie na tych trzech znakach towarowych STARKA. Wyceniający zastrzega, iż kwestia oceny prawnej aktualnego stanu zabezpieczania tj. czy zabezpieczenie jest aktualne i skuteczne w stosunku do majątku Upadłego nie może podlegać ocenie wyceniającego.

W związku z tym, iż zgodnie ze wskazaniem Syndyka zastawy te na moment sporządzania Opisu i oszacowania widnieją w rejestrze zastawów rejestrowych powoduje, iż wyceniający ma obowiązek ich wykazania i ujęcia w podziale ustalonej wartości przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości na wartość składników zabezpieczonych i niezabezpieczonych.

Szczegółowe uzasadnienie przyjętej metodyki zaprezentowane zostało szczegółowo w Raporcie z wyceny postarzałej surówki żytniej.

16/ znaki towarowe inne z wyłączeniem znaków związanych z marką STARKA

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 17.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna łączna wartość rynkowa pakietu 16 znaków towarowych produktowych przynależnych do Szczecińskiej Fabryki Wódki Sp. z o.o. w upadłości kształtuje się na poziomie **8.274,00 złotych netto**.

17/ wzory przemysłowe

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 17.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna 2 wzory przemysłowe zostały wycenione na łączną kwotę w wysokości **2,00 złotych netto**.

18/ odpad poprodukcyjny w postaci nalewów, próbek, zlewów oraz płynu chłodniczego,

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 15.11.2023 r. wartość rynkową alkoholu stanowiącego odpad poprodukcyjny w postaci nalewów, próbek, zlewów oraz płynu chłodniczego, który nie posiada walorów handlowych i winien być oddany do utylizacji należy określić na poziomie **6.015,87 złotych netto**.

19/ pozostałe aktywa wchodzące w skład całego przedsiębiorstwa podlegające wycenie:

Według Spisu inwentarza SFW „STARKA” sp. z o.o. nie występują inne składniki aktywów od powyżej poddanych wycenie i wskazanych w singularnych wycenach rzeczoznawców, a dodatkowo z przedmiotowego Opisu i oszacowania całego przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wyłączone zostały poniżej wskazane w pkt. 19 składniki majątkowe.

20/ składniki wyłączone tj. niepodlegające wycenie w ramach przedmiotowego Opisu i oszacowania

W skład podlegającego wycenie SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości nie wchodzi wskazane powyżej składniki majątkowe (materialne i niematerialne) tym w szczególności:

- środki pieniężne w kasie i na rachunku bankowym,
- wierzytelności i wszelkie roszczenia przysługujące Upadłemu podmiotowi,
- inne składniki majątkowe (materialne i niematerialne) nie wymienione enumeratywnie w niniejszym Opisie i oszacowaniu
- składniki majątkowe sprzedane przez Syndyka w toku postępowania upadłościowego, które zostały ujęte w poniższej tabeli.

Lp.	Nr składnika masy upadł.	Opis składnika masy upadłości	jm	Ilość	Wartość oszacowania (netto)
1	9	Taśma samoprzylepna	szt.	324	162,00 zł
2	4	Karton klapkowy biały monopol 500 ml	szt.	4 071	407,10 zł
3	5	Karton klapkowy biały monopol 200 ml	szt.	3 720	372,00 zł
4	28	Korek czerwony blanco	szt.	259 100	2 591,00 zł
5	29	Korek złoty blanco	szt.	3 000	30,00 zł
6	8	Folia stretch	szt.	327	1 635,00 zł
7	30	Taśma samoprzylepna pakowa do automatu	szt.	5	50,00 zł
8	33	Butelka szklana monopol 500 ml	szt.	100 912	18 164,16 zł
9	7	Butelka szklana monopol 200 ml	szt.	50 820	5 082,00 zł
10	6	Butelka szklana monopol 100 ml	szt.	123123	6 156,15 zł
11	66	Płyta drogowa	szt.	50	6 000,00 zł
		Razem			40 649,41 zł

- objęte wnioskiem Syndyka do Sędziego Komisarza z dnia 23.08.2023 r. o wyrażenie zgody na sprzedaż przed likwidacyjną następujących składników majątkowych, które ujęte zostały w poniższej tabeli

Lp.	Nr składnika masy upadł.	Rodzaj	Ilość	J.m.	Wartość jednostkowa (netto)	Łączna wartość oszacowania (netto)
1	1756	Wódka Pomorska Czysta 40% 0,7l	662	but.	15,15 zł	10 029,30 zł
2	1757	Spirytus Pomorski 96% 0,5l	1 280	but.	29,64 zł	37 939,20 zł
3	1758	STARKA Prestige 40% 0,5l	2004	but.	11,17 zł	22 384,68 zł
4	1779	STARKA "9" 40% 0,7l	444	but.	32,22 zł	14 305,68 zł

5	722	Beczka dębowa 225 l	302	szt.	200,00 zł	60 400,00 zł
		Razem	4692		288,18	145 058,86

- **wylączone z sprzedaży z całym przedsiębiorstwem decyzją Syndyka wyroby gotowe, które ujęte zostały w poniższej tabeli:**

L.p.	Rodzaj sprzętu/ materiału/ asortymentu	Ilość	Jedn. miary	moc %	Wartość jednostkowa (netto)	Łączna wartość oszacowania (netto)
1	STARKA "3" 40% 0,7l	21 801	but.	40%	20,25 zł	441 470,25 zł
2	STARKA "6" 40% 0,7l	10 800	but.	40%	24,75 zł	267 300,00 zł
3	STARKA "9" 40% 0,7l	5 400	but.	40%	32,22 zł	173 988,00 zł
4	Kasztelańska Porzeczka 0,1L	30 645	but.	30%	2,80 zł	85 806,00 zł
5	Kasztelańska Porzeczka 0,2L	5 020	but.	30%	3,80 zł	19 076,00 zł
6	Kasztelańska Grejfrut 0,1L	7 605	but.	30%	2,80 zł	21 294,00 zł
7	Wódka z Czerwoną Kartką 0,5L	9 900	but.	40%	11,00 zł	108 900,00 zł
8	Wódka Kasztelańska 0,5L	25 092	but.	40%	11,00 zł	276 012,00 zł
9	STARKA "3" 40% 0,7l	641	but.	40%	13,50 zł	8 653,50 zł
10	STARKA "6" 40% 0,7l	356	but.	40%	16,50 zł	5 874,00 zł
11	Wódka Pomorska Czysta 40% 0,2l	274	but.	40%	5,10 zł	1 397,40 zł
12	Wódka Pomorska Czysta 40% 0,2l	6 400	but.	40%	5,10 zł	32 640,00 zł
13	Horn Słodko-Gorzka 40% 0,5l	1 248	but.	40%	13,00 zł	16 224,00 zł
14	Szambelan Strawberry 25% 0,7l	4 019	but.	25%	12,10 zł	48 629,90 zł
15	Szambelan Cherry 40% 0,5l	11 573	but.	40%	13,00 zł	150 449,00 zł
16	STARKA Banquet poj. 0,7 l 50%	11	but.	50%	600,00 zł	6 600,00 zł
17	Alkohol etylowy (Spirytus rektyfikowany) poj. 0,5 l 96%	70	but.	96%	29,64 zł	2 074,80 zł
18	STARKA Prestige poj. 0,5 l 40%	14	but.	40%	11,17 zł	156,38 zł
19	STARKA 9 poj. 0,7 l. 40%	11	but.	40%	32,22 zł	354,42 zł
20	STARKA 3 poj. 0,7 l 40%	40	but.	40%	20,25 zł	810,00 zł
21	STARKA 6 poj. 0,7 l 40%	31	but.	40%	24,75 zł	767,25 zł
22	Wódka z czerwoną kartką poj. 0,5 l 40%	32	but.	40%	11,00 zł	352,00 zł
23	STARKA 18 poj. 0,7 l 40%	21	but.	40%	101,25 zł	2 126,25 zł
24	Wódka Horn poj. 0,5 l 40%	27	but.	40%	11,00 zł	297,00 zł
25	Spirytus Pomorski poj. 0,5 l 96%	17	but.	96%	29,64 zł	503,88 zł
26	U'luvka Vodka poj. 0,7 l 40%	44	but.	40%	70,00 zł	3 080,00 zł
27						1 674 836,03 zł

Tabela 2 Zestawienie zbiorcze wycen dokonanych przez Syndyka ze wskazaniem składników majątkowych objętych Opisem i oszacowaniem i wyłączonych z niego

L.p.	Składnik majątku	Wartość oszacowania	Pozycje spisu inwentarza	Wyceniający	Uwagi	Wartość do wyceny przedsiębiorstwa
1	Nieruchomości	38 552 000,00 zł	2	Władysław Górka		38 552 000,00 zł
2	Ruchomości (W.Szyszką)	120 465,75 zł	3-30	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej” z dnia 17.04.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.	16.485,25 zł wyłączona ze sprzedaży z przedsiębiorstwem	103 980,50 zł
3	Ruchomości (W.Szyszką)	148 748,52 zł	31-70	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej” z dnia 17.04.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.	24.164,16 zł wyłączona ze sprzedaży z przedsiębiorstwem	124 584,36 zł
4	Ruchomości (W.Szyszką)	8 085,00 zł	71-141	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 5” z dnia 30.06.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.		8 085,00 zł
5	Ruchomości (W.Szyszką)	48 277,70 zł	142-677	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 006” z dnia 25.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.		48 277,70 zł
6	Ruchomości (W.Szyszką)	384 380,00 zł	678-722 1782-1837	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 007” z dnia 27.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę. (poz. 1782-1837 be wartości)	60.400,00 zł wyłączona ze sprzedaży z przedsiębiorstwem	323 980,00 zł
7	Ruchomości (W.Szyszką)	651 249,60 zł	723-1269	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 008” z dnia 29.08.2023		651 249,60 zł

				r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.		
8	Ruchomości (W.Szyszka)	37 769,94 zł	1270-1467	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 009” z dnia 29.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.		37 769,94 zł
9	Ruchomości (W.Szyszka)	1 370,00 zł	1468-1497	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 010” z dnia 04.09.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.		1 370,00 zł
10	ruchomości w postaci sprzętu i wyposażenia biurowego (M. Wardyn)	19 227,00 zł	1498-1755	„Wycena majątku ruchomego znajdującego się siedzibie spółki przy ul. Jagiellońskiej 63/64 w Szczecinie wchodzącego w skład majątku przedsiębiorstwa Szczecińska Fabryka Wódek „STARKA” w upadłości z siedzibą w Szczecinie” z dnia 21.09.2023 r, autorstwa rzeczoznawcy majątkowego Michała Wardyna.		19 227,00 zł
11	Ruchomości (W.Szyszka)	43 500,00 zł	1760-1781	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 015” z dnia 09.10.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę. (poz. 1776 -1781 bez wartości)		43 500,00 zł
12	Ruchomości (W.Szyszka)	6 806,00 zł	1838-1861	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 016” z dnia 25.09.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę.		6 806,00 zł
13	Zapasy surowki żytniej i półproduktów STARKA	63 316 279,37 zł	2 350	Raport z wyceny zapasów surowki żytniej i półproduktów STARKA wchodzących w skład masy upadłości Szczecińskiej Fabryki Wódek „STARKA” Sp. z o.o. sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Przemysława Wardyna z dnia 17.10.2023 r.	Wartość wraz ze znakami STARKA	63 316 279,37 zł

14	Zapasy produktowe historyczne kwalifikujące się do uznania ich za kolekcjonerskie	36 500,00 zł	1881-2000; 2003-2005; 2007-2013; 2016; 2018-2028; 2030-2048; 2050-2053; 2055-2185; 2206-2326	Przemysław Wardyn - RAPORT z 20.10.2023		36 500,00 zł
15	Zapasy produktowe historyczne	16 656,00 zł				16 656,00 zł
16	zapasy produktowe inne niż sygnowane marką STARKA	12 877,31 zł				12 877,31 zł
17	zapasy produktów oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach	3 010 997,72 zł	2338-2349	Przemysław Wardyn 14.11.2023		3 010 997,72 zł
18	"Zlewki" do utylizacji	6 015,87 zł	2186-2187; 2189-2202; 2204-2205; 2327-2337	Raport z wyceny "zlewki" sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Przemysława Wardyna z dnia 15.11.2023 r.		6 015,87 zł
19	znaki towarowe	8 274,00 zł	2351-2368	Przemysław Wardyn 17.10.2023		8 274,00 zł
20	wzory przemysłowe	2,00 zł	2369-2370	Przemysław Wardyn 17.10.2023		2,00 zł
	Razem	106 429 481,78				106 328 432,37zł
	Wyceny majątku wyłączonego ze przedsiębiorstwa					

	Wyroby gotowe (wyłączone)	1 674 836,03 zł	1862-1880	RAPORT 20 10 2023 P. Wardyn		
	Wódka Pomorska Czysta 40% 0,7l	10 029,30 zł	1756	Raport 05.08.2023 P. Wardyn		
	Spirytus Pomorski 96% 0,5l	37 939,20 zł	1757			
	STARKA Prestige 40% 0,5l	22 384,68 zł	1758	Raport 25.08.2023 P. Wardyn		
	STARKA "9" 40% 0,7l	14 305,68 zł	1759			
	Razem	1 759 494,89 zł				
	RAZEM SPIS INWENTARZA:	108 188 976,67 zł			Razem do wyceny przedsiębiorstwa	106 328 432,37 zł

Na bazie wykazanych w przedmiotowym Opisie i oszacowaniu ustaleniach wartościowych, wyceniający wskazuje, iż wartość rynkowa przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. z wyłączeniami kształtuje się na poziomie **106.328.432,37 złotych netto**.

Tabela 3 Określenie bieżącej (aktualnej) wartości rynkowej przedsiębiorstwa sp. SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w rozbiciu na poszczególne grupy składników przyjętych do wyceny

Lp.	Składniki majątkowe	Określona nominalna wartość rynkowa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości	Udział % wartości poszczególnych grup składników wchodzących w skład SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w łącznej wartości
	Ogół składników SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości, w tym:	106 328 432,37	100,0000000000%
1	Nieruchomości wchodzące w skład przedmiotu wyceny – ustanowione zabezpieczenie na hipotekach	38 552 000,00	36,2574705003%
2	Ruchomości wchodzące w skład przedmiotu wyceny	1 349 603,10	1,2692777180%
3	Zapasy produktowe historyczne kwalifikujące się do uznania ich za kolekcjonerskie	36 500,00	0,0343276010%
4	Zapasy produktowe historyczne	16 656,00	0,0156646718%
5	Zapasy produktowe inne niż sygnowane marką STARKA	12 877,31	0,0121108811%
6	Zapasy produktów oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach	3 010 997,72	2,8317898166%
7	Zapasy w postaci postarzałej surówki żytniej	15 281 326,60	14,3718159474%
8	Prawo do marki STARKA wyrażone w postaci praw do dwóch znaków towarowych STARKA wraz z prawem ochronnym (każdy o wartości 16 011 650,93 zł) i do jednego słowno-graficznego STARKA PRESTIGE wraz z prawem ochronnym (o wartości 16 011 650,93 zł) – ustanowiony zastaw rejestrowy	48 034 952,77	45,1760189625%
8	Znaki towarowe z wyłączeniem przynależnych do marki STARKA	8 274,00	0,0077815499%
9	Wzory przemysłowe	2,00	0,0000018810%
10	Ruchomości w postaci sprzętu i wyposażenia biurowego	19 227,00	0,0180826516%
11	Odpad poprodukcyjny w postaci nalewów, próbek, zlewów oraz płynu chłodniczego	6 015,87	0,0056578188%

OŚWIADCZENIE SYNDYKA (w załączeniu do Opisu i oszacowania)

Działając jako syndyk masy upadłości SFW STARKA Sp. z o.o. w Szczecinie wskazuję, że zgodnie z posiadaną wiedzą na majątku upadłej Spółki nie są ustanowione żadne zabezpieczenia w postaci wpisów do rejestru zastawów skarbowych.

Jednocześnie informuję, że:

- w Rejestrze Zastawów Sądowych widnieje 10 wpisów – ich odpisy dołączone zostały do niniejszego oświadczenia;

- na nieruchomościach Upadłego dokonano wpisów szeregu hipotek, których zestawienie również przedstawione zostało w dołączonych wydrukach działu IV treści ksiąg wieczystych prowadzonych przez Sąd Rejonowy Szczecin-Prawobrzeże i Zachód w Szczecinie, X Wydział Ksiąg Wieczystych dla ksiąg o numerach KW SZ1S/00109627/7, SZ1S/00116741/4 oraz SZ1S/00100494/2.

Wskazuję równocześnie, że podjęte przeze mnie do tej pory czynności ujawniły okoliczności, które mogą w mojej ocenie stanowić podstawę uznania części ze wskazanych powyżej zabezpieczeń za bezskuteczne. Ostateczna weryfikacja tej kwestii dokonana zostanie w toku postępowania upadłościowego.

Tabela 4 Określenie bieżącej (aktualnej) wartości rynkowej poszczególnych grup składników SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości przyjętych do wyceny w rozbiciu na składniki zabezpieczone i niezabezpieczone

Lp.	Składniki majątkowe	Określona wartość rynkowa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości	Udział % poszczególnych grup składników wchodzących w skład SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w sumie wartości
	Ogół składników SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w tym:	106 328 432,37	100,0000000000%
1	Nieruchomości zabezpieczone (obciążone) hipoteką	38 552 000,00	36,2574705003%
2	Zabezpieczone wartości niematerialne i prawne w postaci szeroko pojmowanej marki STARKA wynikające z zastawu rejestrowego na trzech znakach towarowych	48 034 952,77	45,1760189625%
2	Niezabezpieczone (nieobciążone) składniki majątkowe	19 741 479,60	18,5665105372%

Wyceniający wskazuje, iż powyższe procentowe proporcje kształtowania wartości całego przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wskazane w Tabeli 3 należy w wypadku pozytywnego rozstrzygnięcia przetargu na jego sprzedaż zastosować odpowiednio w relacji do rzeczywistej uzyskanej ostatecznej ceny sprzedaży.

Wyceniający dla przykładu wskazuje, iż np. w przypadku uzyskania ostatecznej ceny sprzedaży netto na poziomie 106.000.000 zł netto spowoduje, iż wartość nieruchomości zabezpieczonych odzwierciedlać będzie wartość 38.432.918,73 zł, wartość, zabezpieczonych wnip wynosić będzie 47.886.580,10 a na pozostałe składniki niezabezpieczone przypadać będzie wartość 19.680.501,17 zł.

Wyceniający zgodnie z dyspozycją art. 319 ust. 3 Prawa upadłościowego wskazuje, iż na bazie majątku SFW „STARKA” sp. z o.o. możliwe jest wydzielenie dwóch odrębnych zorganizowanych części przedsiębiorstwa (dalej ZCP) tj.:

1) ZCP o charakterze inwestycyjnym (deweloperskim) obejmującą nieruchomości objęte następującymi księgami wieczystymi:

- SZ1S/00109627/7 (dz. nr 3/33),
- SZ1S/00116741/4 (dz. nr 3/34),
- SZ1S/00100494/2 (dz. nr 3/65),

o wartości rynkowej netto 18.305.000,00 zł.

Nieruchomości te objęte są zabezpieczeniem:

1. SZ1S/00109627/7

- Hipoteka umowna łączna nr 42 – 69.352.935,00 (sześćdziesiąt dziewięć milionów trzysta pięćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset trzydzieści pięć) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29 maja 2013 r.;

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 49.

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada

- Hipoteka umowna łączna nr 43 – 2.180.292,00 (dwa miliony sto osiemdziesiąt tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt dwa) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29.04.2014 roku;

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 50.

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada

- Hipoteka umowna łączna nr 44 – 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny:

1. - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewalwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty, umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Pierwszeństwo: hipotece wpisanej pod nr 44 w kwocie 15 075 000,00 zł na rzecz Raiffeisen Bank Polska spółka akcyjna przysługuje pierwszeństwo przed hipoteką wpisaną pod nr 42 w kwocie 6 935 2935,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada) oraz przed hipoteką wpisaną pod nr 43 w kwocie 2 180 292,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada).

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 51;

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 34.

Wierzyciel hipoteczny - Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział w Szczecinie, Warszawa, 01000085400000

- Hipoteka umowna łączna nr 45 - 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 35

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 54.

Wierzyciel hipoteczny: Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 46 – 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 36,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 56.

Wierzyciel hipoteczny: Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 47 – 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 57,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4, nr hipoteki 37.

Wierzyciel hipoteczny: Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 48 - 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 38,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 59.

Wierzyciel hipoteczny: Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

2. SZ1S/00116741/4

- Hipoteka umowna łączna nr 34 – 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny:

1 - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewalwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty; umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2 - kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3 - kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia

o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami
Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 44,
Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 51

Wierzyciel hipoteczny: Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział w Szczecinie, Warszawa, 01000085400000

- Hipoteka umowna łączna nr 35 - 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2, nr hipoteki 54

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 45.

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 36 - 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 56

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 46.

Wierzyciel hipoteczny: Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 37 – 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 57,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 47.

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 38 – 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 59

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627 / 7 nr hipoteki 48.

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

- Hipoteka przymusowa nr 39 – 451.277,70 (czterysta pięćdziesiąt jeden tysięcy dwieście siedemdziesiąt siedem 70/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: hipoteka tytułem zabezpieczenia zaległości publicznoprawnej (podatku od nieruchomości od osób prawnych) za okres 07/2020-02/2021;

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 40 – 33.055,10 (trzydzieści trzy tysiące pięćdziesiąt pięć 10/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

- Hipoteka przymusowa nr 41 – 578.633,52 (pięćset siedemdziesiąt osiem tysięcy sześćset trzydzieści trzy 52/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułami wykonawczymi;

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

3. SZ1S/00100494/2

- Hipoteka umowna łączna nr 49 – 69.352.935,00 (sześćdziesiąt dziewięć milionów trzysta pięćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset trzydzieści pięć) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29 maja 2013r.;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 001009627/7, nr hipoteki 42

Wierzyciel hipoteczny - Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada.

- Hipoteka umowna łączna nr 50 – 2.180.292,00 (dwa miliony sto osiemdziesiąt tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt dwa) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29.04.2014 roku;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 43

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada.

- Hipoteka umowna łączna nr 51 - 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny

1. - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewalwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty, umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Pierwszeństwo: hipotece wpisanej pod nr 51 w kwocie 15 075 000,00 zł na rzecz Raiffeisen Bank Polska spółka akcyjna przysługuje pierwszeństwo przed hipoteką wpisaną pod nr 49 w kwocie 6 935 2935,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada) oraz przed hipoteką wpisaną pod nr 50 w kwocie 2 180 292,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada).

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 44

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 34.

Wierzyciel hipoteczny: Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział W Szczecinie, Warszawa, 01000085400000.

- Hipoteka przymusowa nr 52 – 160;544,00 (sto sześćdziesiąt tysięcy pięćset czterdzieści cztery) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: zabezpieczenie należności z tytułu podatku od nieruchomości

Wierzyciel hipoteczny: Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 53 – 262.959,00 (dwieście sześćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset pięćdziesiąt dziewięć) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułami wykonawczymi

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka umowna łączna nr 54 – 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 45,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 45

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa nr 55 - 151.811,91 (sto pięćdziesiąt jeden tysięcy osiemset jedenaście 91/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa nr 56 - 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 36, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 46

Wierzyciel hipoteczny - Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa łączna nr 57 - 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł

wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 37, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 47

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa nr 58 - 60.283,49 (sześćdziesiąt tysięcy dwieście osiemdziesiąt trzy 49/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa łączna nr 59 – 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 38, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 48

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 60 – 51.3245,85 (pięćset trzynaście tysięcy dwieście czterdzieści pięć 85/100) zł

wierzytelność i stosunek prawny - zabezpieczenie należności z tytułu podatku od nieruchomości

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 61 – 288.964,26 (dwieście osiemdziesiąt osiem tysięcy dziewięćset sześćdziesiąt cztery 26/100) zł

wierzytelność i stosunek prawny - należność wynikająca z tytułu wykonawczego

Wierzyciel hipoteczny - Prezydent Miasta Szczecina, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

Tabela 5 Określenie bieżącej (aktualnej) wartości rynkowej składników majątkowych SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wchodzących w skład ZCP inwestorskiego (deweloperskiego) wydzielonego z ogółu składników wchodzących w skład masy upadłości w rozbiciu na składniki zabezpieczone i niezabezpieczone

Lp.	Tytuł	Określona wartość rynkowa ZCP inwestorska (deweloperska) SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości	Udział % poszczególnych grup składników wchodzących w skład ZCP SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w sumie wartości
	Ogół składników ZCP inwestorskiego (deweloperskiego) SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości, w tym:	18.305.000,00	100,0000000000%
1	nieruchomości zabezpieczone (obciążone) hipoteką wygasającą na skutek sprzedaży	18.305.000,00	100,0000000000%
2	nieruchomości zabezpieczone (obciążone) hipoteką nie wygasającą na skutek sprzedaży	0,00	0,0000000000%

2) ZCP ujęciu produkcyjnych, w skład której wchodzi poniżej wskazane składniki majątkowe:

- **Nieruchomości objęte księgami wieczystymi SZ1S/00109627/7 (dz. nr 3/32), SZ1S/00100494/2 (dz. nr 3/73,3/74,3/75) o wartości rynkowej netto 20.247.000,00 zł.**

Nieruchomości te objęte są zabezpieczeniem

1. SZ1S/00109627/7

- Hipoteka umowna łączna nr 42 – 69.352.935,00 (sześćdziesiąt dziewięć milionów trzysta pięćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset trzydzieści pięć) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29 maja 2013 r.;

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 49.

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada

- Hipoteka umowna łączna nr 43 – 2.180.292,00 (dwa miliony sto osiemdziesiąt tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt dwa) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29.04.2014 roku;

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 50.

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada

- Hipoteka umowna łączna nr 44 – 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł,

Wierzytelność i stosunek prawny:

1. - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewalwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty, umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Pierwszeństwo: hipotece wpisanej pod nr 44 w kwocie 15 075 000,00 zł na rzecz Raiffeisen Bank Polska spółka akcyjna przysługuje pierwszeństwo przed hipoteką wpisaną pod nr 42 w kwocie 6 935 2935,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada) oraz przed hipoteką wpisaną pod nr 43 w kwocie 2 180 292,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada).

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 51;

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 34.

Wierzyciel hipoteczny - Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział w Szczecinie, Warszawa, 01000085400000

- Hipoteka umowna łączna nr 45 - 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 35

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 54.

Wierzyciel hipoteczny: Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 46 – 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 36,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 56.

Wierzyciel hipoteczny: Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 47 – 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewiętnaście) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 57,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4, nr hipoteki 37.

Wierzyciel hipoteczny: Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa.

- Hipoteka przymusowa łączna nr 48 - 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: należność objęta tytułem wykonawczym

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 38,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00100494 / 2 nr hipoteki 59.

Wierzyciel hipoteczny: Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232.

2. SZ1S/00100494/2

- Hipoteka umowna łączna nr 49 – 69.352.935,00 (sześćdziesiąt dziewięć milionów trzysta pięćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset trzydzieści pięć) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29 maja 2013r.;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 001009627/7, nr hipoteki 42

Wierzyciel hipoteczny - Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada.

- Hipoteka umowna łączna nr 50 – 2.180.292,00 (dwa miliony sto osiemdziesiąt tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt dwa) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: kapitał pożyczki wraz z odsetkami, roszczenia uboczne i inne koszty; umowa pożyczki z dnia 29.04.2014 roku;

Księga współobciążona: Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 43

Wierzyciel hipoteczny: Starnberg Investment Group, Dundas, Kanada.

- Hipoteka umowna łączna nr 51 - 15.075.000,00 (piętnaście milionów siedemdziesiąt pięć tysięcy) zł

Wierzytelność i stosunek prawny

1. - kredyt w rachunku bieżącym w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty;

- kredyt rewolwingowy w PLN - kwota kapitału, kwota odsetek, kwota odsetek od zobowiązań przeterminowanych, prowizje, opłaty, umowa nr CRD/45023/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

2. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45024/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

3. kredyt, roszczenia o odsetki, koszty postępowania, a także wszelkie roszczenia o prowizje, opłaty, koszty i inne należności wynikające z umowy, umowa nr CRD/45025/15 z dnia 31 lipca 2015 roku, z ewentualnymi późniejszymi zmianami

Pierwszeństwo: hipotece wpisanej pod nr 51 w kwocie 15 075 000,00 zł na rzecz Raiffeisen Bank Polska spółka akcyjna przysługuje pierwszeństwo przed hipoteką wpisaną pod nr 49 w kwocie 6 935 2935,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada) oraz przed hipoteką wpisaną pod nr 50 w kwocie 2 180 292,00 zł na rzecz Starnberg Investment Group z siedzibą w Dundas (Kanada).

Księga współobciążona - Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 44

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 34.

Wierzyciel hipoteczny: Raiffeisen Bank Polska Spółka Akcyjna Oddział W Szczecinie, Warszawa, 01000085400000.

- Hipoteka przymusowa nr 52 – 160;544,00 (sto sześćdziesiąt tysięcy pięćset czterdzieści cztery) zł

Wierzytelność i stosunek prawny: zabezpieczenie należności z tytułu podatku od nieruchomości

Wierzyciel hipoteczny: Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 53 – 262.959,00 (dwieście sześćdziesiąt dwa tysiące dziewięćset pięćdziesiąt dziewięć) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułami wykonawczymi

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka umowna łączna nr 54 – 1.099.645,02 (jeden milion dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czterdzieści pięć 02/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - hipoteka tytułem zabezpieczenia zobowiązań podatkowych;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 45,

Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 45

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa nr 55 - 151.811,91 (sto pięćdziesiąt jeden tysięcy osiemset jedenaście 91/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa nr 56 - 592.839,53 (pięćset dziewięćdziesiąt dwa tysiące osiemset trzydzieści dziewięć 53/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - nakaz zapłaty w postępowaniu upominawczym

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 36, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 46

Wierzyciel hipoteczny - Prezydent Miasta Szczecin, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa łączna nr 57 - 5.869.319,00 (pięć milionów osiemset sześćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta dziewięćnaście) zł

wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 37, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 47

Wierzyciel hipoteczny - Naczelnik Trzeciego Urzędu Skarbowego w Szczecinie, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa

- Hipoteka przymusowa nr 58 - 60.283,49 (sześćdziesiąt tysięcy dwieście osiemdziesiąt trzy 49/100) zł

Wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa łączna nr 59 – 936.123,00 (dziewięćset trzydzieści sześć tysięcy sto dwadzieścia trzy) zł

wierzytelność i stosunek prawny - należność objęta tytułem wykonawczym;

Księga współobciążona Nr księgi wieczystej SZ1S / 00116741 / 4 nr hipoteki 38, Nr księgi wieczystej SZ1S / 00109627/7 nr hipoteki 48

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 60 – 51.3245,85 (pięćset trzynaście tysięcy dwieście czterdzieści pięć 85/100) zł

wierzytelność i stosunek prawny - zabezpieczenie należności z tytułu podatku od nieruchomości

Wierzyciel hipoteczny - Gmina Miasto Szczecin, Szczecin, 811684232

- Hipoteka przymusowa nr 61 – 288.964,26 (dwieście osiemdziesiąt osiem tysięcy dziewięćset sześćdziesiąt cztery 26/100) zł

wierzytelność i stosunek prawny - należność wynikająca z tytułu wykonawczego

Wierzyciel hipoteczny - Prezydent Miasta Szczecina, Szczecin, Organ Reprezentujący Skarb Państwa,

- **ruchomości o wartości rynkowej netto 1.349.603,10 zł**

- **zapasy o łącznej wartości rynkowej 18.358.357,63 zł w tym:**

- Zapasy produktowe historyczne kwalifikujące się do uznania ich za kolekcjonerskie – 36.500,00 zł
- Zapasy produktowe historyczne – 16.656,00 zł
- Zapasy produktowe inne niż sygnowane marką STARKA – 12.877,31 zł
- Zapasy produktów oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach – 3.010.997,72
- Zapasy w postaci postarzałej surówki żytniej – 15.281.326,60 zł

- **Prawo do marki STARKA** wyrażone w postaci praw do dwóch znaków towarowych STARKA wraz z prawem ochronnym (każdy o wartości 14 510 261,02 zł) i do jednego słowno-graficznego STARKA PRESTIGE wraz z prawem ochronnym (o wartości 14 510 261,01 zł) – ustanowiony zastaw rejestrowy – **o łącznej wartości rynkowej 48.034.952,77 zł**

- **Znaki towarowe z wyłączeniem przynależnych do marki STARKA o łącznej wartości rynkowej 8.274,00 zł,**

- **Wzory przemysłowe o łącznej wartości rynkowej 2,00 zł**

- **Ruchomości w postaci sprzętu i wyposażenia biurowego o łącznej wartości rynkowej 19.227,00 zł**

- **Odpad poprodukcyjny w postaci nalewów, próbek, zlewów oraz płynu chłodniczego o łącznej wartości rynkowej 6.015.87 zł.**

Tabela 6 Określenie bieżącej (aktualnej) wartości rynkowej składników majątkowych SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wchodzących z skład ZCP produkcyjnego wydzielonego z ogółu składników wchodzących w skład masy upadłości w rozbiciu na składniki zabezpieczone i niezabezpieczone

Lp.	Tytuł	Określona wartość rynkowa ZCP części produkcyjnej SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości	Udział % poszczególnych grup składników wchodzących w skład ZCP części produkcyjnej SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w sumie wartości
-----	-------	---	--

	Ogół składników SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wchodzących w skład ZCP produkcyjnego, w tym:	88 023 432,37	100,0000000000%
1	Zabezpieczone składniki majątkowe:	68 281 952,77	77,5724723878%
a	nieruchomości zabezpieczone (obciążone) hipoteką wygasającą na skutek sprzedaży	20 247 000,00	29,6520517921%
b	ruchoomości zabezpieczone - ustanowiony zastaw rejestrowy	48 034 952,77	70,3479482079%
2	pozostałe niezabezpieczone (nieobciążone) składniki majątkowe	19 741 479,60	22,4275276122%

I. Zleceniodawca

Niniejsze opracowanie powstało na zlecenie Syndyka masy upadłości SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości p. Macieja Kasprzyka.

II. Cel opracowania

Niniejszy opis i oszacowanie powstał w celu określenia wartości przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego.

III. Wykonawca raportu

Wykonawca raportu jest specjalistą z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem w kryzysie, licencjonowanym doradcą restrukturyzacyjnym (nr licencji 252), stałym biegłym sądowym Sądu Okręgowego w Szczecinie, w Gorzowie Wielkopolskim i Koszalinie z zakresu ekonomiki i rachunkowości w tym księgowości śledczej oraz wyceny wartości niematerialnych i prawnych, akcji, udziałów i całych przedsiębiorstw i jego ZCP (kopia powołania stanowi załącznik do niniejszego Opisu i oszacowania). Jako biegły sądowy wykonawca raportu w toku IV kadencji sporządził prawie 1250 opinii w/w zakresie na zlecenie Sądów, Prokuratur czy Organów Skarbowych z całej Polski. Wykonawca jest również autorem publikacji naukowych z zakresu metodologii określania wartości przedsiębiorstw i określania stanu niewypłacalności w toku postępowań sądowych wydawanych w Oficynie Wydawniczej Szkoły Głównej Handlowej i Uniwersytecie Szczecińskim¹.

IV. Krótki opis wycenianego SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Spółka SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości rozpoczęła działalność na podstawie Umowy Spółki z dnia 31.08.1990 r. i została wpisana do rejestru przedsiębiorców pod numerem RHB 4909 prowadzonym przez Sąd Rejonowy Gdańsk- Północ w Gdańsku. W dniu 01.06.2012 r. zarejestrowana została w rejestrze przedsiębiorców prowadzonym przez Sąd Rejonowy Gdańsk-Północ, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000422739. Spółka posiada numer identyfikacji podatkowej NIP 5860102530. Urząd statystyczny nadał REGON o numerze REGON: 002866318.

Siedziba Spółki znajduje się w Szczecinie przy ul. Jagiellońskiej 63/64.

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 1.500.000,00 zł.

¹ M.in. Czerwiński, M. Seremak, P. Wardyn, „Subiektywistyczna kategoria wartości a wycena przedsiębiorstw w postępowaniach sądowych”, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 5/2017 cz. 2 str.263-271, P. Wardyn, „Potrzeba zmian w zakresie określania rynkowej wartości majątku przedsiębiorstw w aspekcie niewypłacalności i procesu składania wniosku o upadłość przez dłużników.”, Praca zbiorowa pod redakcją S. Morawskiej „Ekonomia i prawo upadłościowe przedsiębiorstw”, Oficyna Wydawnicza SGH W-wa, str. 232-240, N. Leszczyńska, P. Wardyn, „Etyka biznesu a odpowiedzialność osobista członków zarządu przedsiębiorstw za niezłożenie w terminie wniosku o upadłość.”, Praca zbiorowa pod redakcją A. Adamskiej, E. Mączyńskiej „Upadłość, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw”, Oficyna Wydawnicza SGH W-wa, str. 437-450. P. Wardyn „Próba dyskusji nad wyceną przedsiębiorstw w upadłości w aspekcie wymogów prawa i skutecznego zarządzania” Praca zbiorowa pod redakcją Elżbiety Mączyńskiej, „Bankructwa Przedsiębiorstw Wybrane Aspekty Ekonomiczne i Prawne”, Oficyna Wydawnicza SGH W-wa, rozdział.14.

Jedynym wspólnikiem Spółki jest YASMIA LIMITED posiadający 1500 udziałów o łącznej wartości 1.500.000,00 zł.

Organem uprawnionym do reprezentacji podmiotu jest Zarząd. Sposób reprezentacji podmiotu: do reprezentowania spółki uprawniony jest każdy z Członków Zarządu samodzielnie.

Funkcje Prezesa Zarządu pełni Piotr Filipowski.

Przedmiot działalności zgodnie z PKD 2007:

1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy

11, 01, Z, Destylowanie, rektyfikowanie i mieszanie alkoholi

2.Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy

11, 07, Z, Produkcja napojów bezalkoholowych; produkcja wód mineralnych i pozostałych wód butelkowanych

46, 34, A, Sprzedaż hurtowa napojów alkoholowych

46, 34, B, Sprzedaż hurtowa napojów bezalkoholowych

46, 90, Z, Sprzedaż hurtowa niewyspecjalizowana

47, 11, Z, Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych

47, 19, Z, Pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach

47, 25, Z, Sprzedaż detaliczna napojów alkoholowych i bezalkoholowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach

47, 91, Z, Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub internet

52, 10, B, Magazynowanie i przechowywanie pozostałych towarów

Postanowieniem z dnia 13.03.2023 r. w sprawie o sygn. akt XII GU 3269/18, Sąd Rejonowy Szczecin-Centrum w Szczecinie XII Wydział Gospodarczy ogłosił upadłość dłużnika SFW „STARKA” Sp. z o.o. z siedzibą w Szczecinie, wyznaczając syndyka w osobie Macieja Kasprzyka.

V. Wpływ ogłoszenia upadłości na wartość rynkową przedsiębiorstw

1. Wstęp

Zgodnie z art. 55¹ Kodeksu Cywilnego², przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

1. oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa),
2. własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
3. prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,

² Ustawa z dn. 23.04.1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U. z 2011, nr 230, poz. 1370, art. 55¹.

4. wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,
5. koncesje, licencje i zezwolenia,
6. patenty i inne prawa własności przemysłowej,
7. majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,
8. tajemnice przedsiębiorstwa,
9. księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Jak wynika z powyższego, nie wchodzi w skład przedsiębiorstwa zobowiązania i obciążenia związane z jego prowadzeniem. Ustawodawca, nawiązał w ten sposób do tzw. „wąskiego pojmowania majątku”, obejmującego jedynie aktywa.

Transakcja zbycia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części zgodnie z art. 6 pkt. 1 UPTiU podlega wyłączeniu spod zakresu stosowania przepisów ustawy. Opodatkowaniu podatkiem od towarów i usług podlega natomiast zbycie poszczególnych składników wchodzących w skład przedsiębiorstwa.

W niniejszym opisie i oszacowaniu wyceniający dokonał oszacowania w wartościach netto.

Autor Opisu i oszacowania SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wskazuje, iż przepis art. 319 Prawa upadłościowego określa niezbędne i konstytutywne elementy opisu i oszacowania przedsiębiorstwa, dokonywanego dla celów sprzedaży go w toku postępowania upadłościowego, wskazując m.in., iż opis przedsiębiorstwa powinien określać w szczególności przedmiot działalności przedsiębiorstwa, nieruchomości wchodzące w jego skład, ich obszar oraz oznaczenie księgi wieczystej lub zbioru dokumentów, inne środki trwałe, stwierdzone prawa, a także obciążenia (ust. 2).

W związku z tym, przedmiotowy raport opracowany sporządzony został zgodnie z treścią z art. 319 Prawa upadłościowego, tj. na potrzeby sprzedaży przedsiębiorstwa w postępowaniu upadłościowym.

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.

W myśl 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 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 ogłoszenia 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 naukowe³ 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.

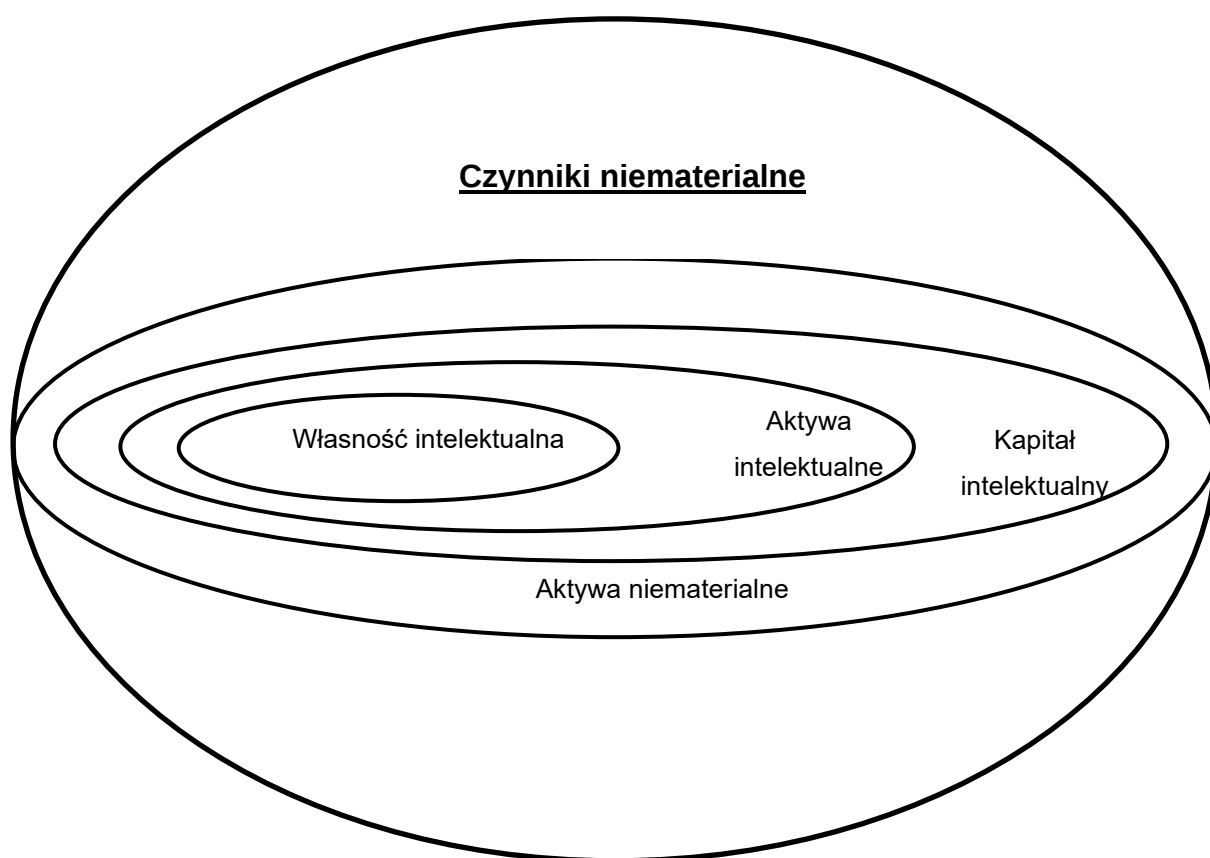
Na wartość organizacji składają się czynniki materialne jak i niematerialne, a te drugie w ostatnich latach nabierają szczególnego znaczenia. Problematyka niematerialnej wartości firmy kształtuje obraz tzw. kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, który w powiązaniu z konsekwentnie realizowaną strategią zwiększa

³ E. Stam, D. B. Audretsch and J. Meijgaard, "Renascent Entrepreneurship", ERIM, 2006.

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

Rysunek 1 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

dotadniej 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.

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 całości czy jego ZCP w toku postępowania upadłościowego jest dla inwestora najbardziej bezpieczną transakcją rynkową, gdyż dokonywana jest w trybie sprzedaży egzekucyjnej (art. 313 pkt.1 Prawa upadłościowego).

Należy wskazać, iż wartość przedsiębiorstwa oszacowana w wycenie dla celów postępowania upadłościowego tj. likwidacji majątku Upadłego podmiotu, 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, 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

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.

normalnym towarem i podlegają tym samym prawom popytu i podaży jak inne towary rynkowe.

Obecnie na cenę rynkową przedsiębiorstwa (w tym również sprzedawanych w trakcie postępowań upadłościowych) duży wpływ mają premie za tzw. „innowacyjność” i z tytułu „efektu synergii”. Wyceniający wskazuje, iż w tych premiach zawarta jest wartość, która nie znajduje jeszcze pokrycia w przepływach pieniężnych z aktualnej działalności i tym samym musi być oszacowana w inny sposób.

Innymi słowy, w premiach tych zawarty jest ekwiwalent za potencjał rynkowy nabywanego przedsiębiorstwa, który można określić jako szeroko pojmowana marka rynkowa upadłego podmiotu.

Potencjał ten dopiero za jakiś czas po zakupie ma przyczynić się do wygenerowania dla inwestora zwrotu z inwestycji (odzyskania zapłaconej ceny) i dodatkowych dochodów, wynikających z powtórnego wejścia na rynki, na których działał upadły podmiot oraz na nowe rynki z produktami sygnowanymi marką upadłego podmiotu. Wpływ na wartość nabywanego przedsiębiorstwa – w ujęciu inwestora - 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 poprzez wykorzystanie potencjału upadłego podmiotu co finalnie ma doprowadzić do zwiększenia zysków nabywcy.

Powszechnie uważa się, iż przedsiębiorstwa w stosunku, do których ogłoszono upadłość utraciły swój dotychczasowy potencjał rynkowy (szeroko pojmowaną markę) i w związku z tym, w wycenie takiego podmiotu należy określoną wartość rynkową jego składników majątkowych (materialnych i niematerialnych) 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 stoczniowego (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

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.

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 fakt, możliwość powielania schematu **wycen całych przedsiębiorstw postawionych w stan upadłości 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 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”.

Co do zasady o sprzedaży wymuszonej można mówić wówczas, gdy zachodzą m.in. następujące okoliczności:

- strony umowy są od siebie niezależne, ale działają kierując się szczególnymi motywami,

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.

- strona sprzedająca ma stanowczy zamiar zawarcia umowy, który wynika z jej przymusowej sytuacji,
- brak czasu na odpowiednie wyeksponowanie przedmiotu sprzedaży na rynku, przeprowadzenie kampanii reklamowej i informacyjnej oraz wynegocjowania korzystniejszych warunków umowy,
- zwiększona presja dotycząca determinacji sprzedającego, wyrażona zwiększeniem oczekiwanej pewności sprzedaży w założonym czasie ekspozycji na rynku (oczekiwanie, że założony czas ekspozycji będzie czasem maksymalnym w którym sprzedana zostanie, a nie średnim niezbędnym dla sprzedaży właściwym dla rynku),
- presja i ograniczenia trybu ekspozycji, negocjacji i sprzedaży wynikających z ograniczeń nakładanych przez procedury prawne,
- presja i oczekiwania potencjalnych nabywców, którzy ze względu na świadomość ww. uwarunkowań oczekują nadzwyczajnej premii efektywności kupna w warunkach wymuszonych.

Autor niniejszego Opisu i oszacowania wskazuje, iż - w jego ocenie - w toku likwidacji majątku upadłych przedsiębiorstw w przypadku podejmowania prób zbycia całych przedsiębiorstw czy jego ZCP brak jest uzasadnienia do stosowania wprost standardu wartości likwidacyjnych przy sprzedaży wymuszonej.

Poniżej w autor celem potwierdzenia słuszności tego twierdzenia przedstawi rysunek zaprezentowany na Konferencji organizowanej przez SGH *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw* jakie odbyło się w Warszawie w dniach 24-25 listopada 2011 r., która obrazuje, jak postrzegana winna być wartość przedsiębiorstw lub ich ZCP.

Rysunek 2 Podejścia do określania wartości przedsiębiorstw i jej aktywów w zależności od ich kondycji ekonomiczno-finansowej oraz rynkowej



Źródło: Materiały Stowarzyszenia Praktyków Restrukturyzacji, Efektywność restrukturyzacji przedsiębiorstw w kontekście postępowań upadłościowych, prezentacja na konferencję pt. *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw*, Warszawa, 24-25 listopada 2011.

Autor wyceny poniżej dokona rozwinięcia metodyki zastosowania poszczególnych typów (standardów) wartości przedsiębiorstwa (całego i jego ZCP) oraz jego składników majątkowych:

- dla celów ustalenia bieżącej godziwej wartości singularnej składników majątku przedsiębiorstwa o niezagrożonej kontynuacji działania dla celów bilansowych (wartość rynkowa odtworzeniowa),

- dla celów ustalenia wartości przedsiębiorstwa w całości w podmiocie kontynuującym działalność (wartość rynkowa przy kontynuacji działalności oparta o sektorowy lub transakcyjny mnożnik C/Wk),

- dla celów ustalenia wartości podmiotu, które ma być wniesione do innego podmiotu lub będącego przedmiotem fuzji oraz w określonych przypadkach w stosunku do podmiotów objętych sprzedażą w postępowaniu upadłościowym, gdy przedmiotem wyceny jest całość lub jego ZCP (**wartość rynkowa przy przeniesieniu całego przedsiębiorstwa lub jego ZCP**),

- dla celów ustalenia wartości poszczególnych składników majątkowych w toku pierwotnej sprzedaży singularnej w postępowaniu upadłościowym, likwidacyjnym lub egzekucji komorniczej (wartość likwidacyjna),

- dla celów ustalenia wartości majątku przedsiębiorstwa w ramach postępowania o ogłoszenie upadłości z wykorzystaniem procedury -pre-pack (**wartość aukcyjna tj. wartość rynkowa przy przeniesieniu skorygowana o wskaźnik związany z przymusową likwidacją i ta wartość może być ewentualnie pomniejszona o korzyści z tytułu zmniejszonych kosztów postępowania upadłościowego**),

- niezbyte w toku sprzedaży singularnej po cenach likwidacyjnych składniki majątku Upadłego tj. kwalifikowane jako trudno-zbywalne tzw. złomu użytkowego (wartość likwidacyjna skorygowana o 50-75% z racji występującej na tym etapie postępowania upadłościowego konieczności ich sprzedaży (wartość likwidacyjna przy sprzedaży wymuszonej),

- niezbyte w toku likwidacji składniki majątku, które oferowane są do sprzedaży za najwyższą zaoferowaną cenę lub w wypadku składników majątkowych mogących stanowić odpad po cenie złomu.

Wskazać w tym miejscu należy, iż decyzją Naczelnika Pierwszego Urzędu Skarbowego w Szczecinie z dnia 24 listopada 2019 r. Szczecińska Fabryka Wódek „STARKA” sp. z o.o. na podstawie art. 207 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacji podatkowej (tekst jednolity: Dz. U. z 2019 poz. 900 ze zm.), art. 52 ust 2 pkt. 4 w związku z art. 48 ust 1 pkt 4, pkt 5, art. 84 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia 6 grudnia 2008 r. o podatku akcyzowym (tekst jednolity w Dz. U. z 2019 r. poz. 864 ze zm.), po przeprowadzeniu postępowania podatkowego wszczętego postanowieniem nr 3215-SPA.4200.3.2018.1 z dnia 14.08.2018 r. **cofnięto** Szczecińskiej Fabryce Wódek „STARKA” spółka z o.o. z siedzibą przy ul. Jagiellońskiej 63/64, 70-382 Szczecin (N1P:568-01-02-530), udzielone decyzją Naczelnika Urzędu Celnego w Szczecinie nr 421000-UPCR.8300.1.2015.8.JM z dnia 12.10.2015 r., **zezwolenie na prowadzenie składu podatkowego zlokalizowanego w Szczecinie przy ul. Jagiellońskiej 63/64 o numerze akcyzowym - PL42100149306**.

Dodatkowo w dniu 23.07.2020 r. Minister Rolnictwa i Rozwoju Wsi wydał decyzję na podstawie art. 8 ust. 1 pkt 4 w związku z art. 5 ustawy z dnia 18 października 2006 r. o wyrobie napojów spirytusowych oraz o rejestracji i ochronie oznaczeń geograficznych napojów spirytusowych (Dz. U. z 2019 r. poz. 268, z późn.

zm.) **zakazującej** spółce Szczecińska Fabryka Wódek „STARKA” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Szczecinie przy ul. Jagiellońskiej 63/64, wpisanej pod numerem 134 do rejestru działalności w zakresie wyrobu lub rozlewu napojów spirytusowych, prowadzonego przez Ministra Rolnictwa i Rozwoju Wsi, **wykonywania działalności gospodarczej w zakresie wyrobu oraz rozlewu napojów spirytusowych.**

Te dwie decyzje administracyjne powodują, iż aktualnym stanie Upadły podmiot tj. SFW „STARKA” sp. z o.o. nie może prowadzić podstawowej działalności w branży alkoholowej i tym samym nowy inwestor będzie musiał posiadać własne lub pozyskać niezbędne pozwolenia i koncesje celem przywrócenie potencjału produkcyjnego Upadłego zakładu.

Powyższe decyzje powodują, iż w skład majątku niematerialnego i prawnego wchodzi obecnie jedynie prawa ochronne do szeroko pojmowanej marki STARKA, które zawarte są w trzech znakach towarowych (dwóch słownych i jednym słowno-graficznym), w których ujęte jest słowo STARKA oraz posiadanych przez Upadły podmiot produktowych znakach towarowych i prawie ochronnym do wzorów przemysłowych.

Wyceniający wskazuje, iż najbardziej właściwym do zastosowania w przedmiotowej wycenie całego przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości, jest standard wartości rynkowej przy przeniesieniu całego przedsiębiorstwa z racji, iż upadły podmiot posiada obecnie (według stanu na dzień sporządzania Opisu i oszacowania) nadwartość rynkową, , która wynika z łącznego postrzegania aktywów stricte materialnych tj. zapasów postarzałej surówki żytniej i wartości niematerialne i prawne tj. objętych ochroną znaków towarowych, w których znajduje się słowo STARKA, które to składniki majątkowe łącznie generują nadwartość rynkową ponad sumę wartości singularnej obu tych składników.

Wyceniający w tym miejscu z daleko posuniętej ostrożności wskazuje, iż powyżej zaprezentowane podejście do wyceny całych upadłych przedsiębiorstw działających w sektorze przemysłu spirytusowego nie jest powszechnie stosowane, czego dowodem jest choćby wycena dokonana przez biegłego sądowego będącego również doradcą restrukturyzacyjnym Jakuba Michalaka, który działając w imieniu firmy KUBICZEK MICHALAK SOKÓŁ sp. z o.o. sporządził Opis i oszacowanie Polmos Józefów Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością w upadłości w postępowaniu, w którym funkcję syndyka pełni Spółka Zimmerman, Filipiak Restrukturyzacje S.A.

Wyceniający wskazuje, iż Polmos Józefów jest podmiotem zbliżonym do wycenianej SFW „STARKA” sp. z o.o., gdyż jak wynika z Opisu i oszacowania⁸ Polmos

⁸ <https://zimmermanfilipiak.pl/dla-inwestorow/przetarg-na-sprzedaz-przedsiębiorstwa-polmos-jozefow/>

Józefów Spółka z o.o. została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym w dniu 13.12.2006 r., lecz początki Polmosu sięgają roku 1865, kiedy to powstała pierwsza w Królestwie Kongresowym cukrownia „Józefów” z siedzibą w Płochocinie. W 1949 roku zakład zmienił nazwę na Mazowieckie Zakłady Przemysłu Drożdżowego, wtedy też rozpoczął budowę drożdżowni. W latach 1964-1965 uruchomiono w Józefowie produkcję i leżakownię wódek gatunkowych. To właśnie z tego zakładu pochodzi Jarzębiak - najpopularniejsza wódka gatunkowa z tamtych lat. W 1969 roku w nowo wybudowanym dziale rektyfikacji po raz pierwszy został wyprodukowany własny spirytus, a w 1972 r. uruchomiono własną rozlewnię alkoholi; wówczas też przedsiębiorstwo zostało przekształcone w Państwowe Przedsiębiorstwo Przemysłu Spirytusowego „Polmos”. Następnie w 1990 roku w wyniku restrukturyzacji Państwowego Przedsiębiorstwa Przemysłu Spirytusowego „Polmos” powstała spółka Skarbu Państwa Mazowiecka Wytwórnia Wódek i Drożdży Polmos S.A. Wtedy rozpoczęto produkcję wielu wódek opartych na własnych recepturach, m.in. serię Old Joseph, serię Prima, wódkę Prima Black, cenioną wódkę Kasztelańską, wódkę Red Label, wódkę Mazowiecką Gorzką, wódkę Z Czerwoną Kartką. W latach 1994-2011 Wytwórnia produkowała, jako jedyna w Polsce, dla The Pierre Smirnoff Company znaną na świecie wódkę Smirnoff. Polmos Józefów za produkcję wiśniówki otrzymał w 2003 roku godło „Teraz Polska”. W 2006 roku firma była plasowana na trzecim miejscu wśród najbardziej dochodowych producentów alkoholi wysokoprocentowych w Polsce, ale już w 2008 roku spadła jednak na najniższe miejsce. Wówczas też rozpoczęta została procedura prywatyzacji, jednak w kolejnych organizowanych przetargach nie zgłosił się żaden kupiec. Pod koniec 2011 roku, po kilku nieudanych próbach prywatyzacji, zadłużoną firmę postawiono w stan likwidacji, wkroczył do niej syndyk, zakład zamknięto a majątek, w tym zapasy starzonych wódek, częściowo wyprzedano. Jesienią 2013 roku nowym właścicielem został międzynarodowy koncern Lalleland, który specjalizuje się m.in. w produkcji drożdży. W listopadzie 2013 roku Nowa spółka Polmos Józefów sp. z o.o. wznowiła produkcję alkoholu - jako pierwsza pojawiła się na rynku wznowiona wódka Czerwona Kartka. W dniu 4 września 2018 r. Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie X Wydział Gospodarczy dla spraw upadłościowych i restrukturyzacyjnych ogłosił upadłość Polmos Józefów sp. z o.o., sygn. akt X GU 927/18. Obecnie Spółka nie prowadzi działalności gospodarczej, nie zatrudnia pracowników - przedsiębiorstwo jest wydzierżawione.

Jak wynika z Opisu i oszacowania całkowita wartość rynkowa przedsiębiorstwa Polmos Józefów sp. z o.o. w upadłości (nieruchomości, ruchomości, wartości niematerialne i prawne oraz należności) wynosiła 35.690.484,23 zł, zaś **po dyskoncie z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży,** jego wartość wywoławcza dla celów przetargu ustalona została na kwotę 23.473.156,04 zł.

Biegły J. Michalak przy uzasadnieniu właściwości zastosowania takiej korekty wskazał, iż:

- Wymuszona sprzedaż powoduje istotne obniżenie wartości majątku przedsiębiorstwa. Należy wskazać, że: „w praktyce wyceny przedsiębiorstw w sytuacji kryzysowej, czy też zagrożonych bankructwem stosuje się dyskonto wartości aktywów tegoż przedsiębiorstwa. Poziom tego dyskonta waha się od 30% do 90%, a w

niektórych przypadkach nawet więcej⁹. W sytuacji zagrożenia bankructwem w taki sposób, jest zatem ustalana wartość zbywcza aktywów przedsiębiorstwa. (...) Uzyskane wartości rynkowe, obciąża się dyskontem z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży również z uwagi na fakt, że kupujący nabywa składniki przedsiębiorstwa bez rękojmi za wady, tj. w razie stwierdzenia wad rzeczy, nie może skorzystać z praw wynikających z rękojmi. Wynika to z tego, że w świetle stosownych przepisów prawa, sprzedaż w postępowaniu upadłościowym ma charakter egzekucyjny i następuje bez rękojmi za wady. Zastosowanie dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży znajduje swe uzasadnienie w szybkości sprzedaży, która uniemożliwia lub co najmniej utrudnia nabywcy przeprowadzenie prawnego czy ekonomicznego due dilligence, które pozwoliłoby nabywcy zidentyfikować potencjalne negatywne ryzyka związane z nabywanym majątkiem [przedsiębiorstwem]. W przypadku nieruchomości, istotną wskazówką dla poziomu dyskonta pozostają przepisy i praktyka stosowana przy egzekucji z nieruchomości, prowadzonej w ramach egzekucji komorniczej. Zgodnie z art. 965 kpc, w przypadku pierwszej licytacji cena wywołania wynieść może trzy czwarte sumy oszacowania, zaś zgodnie z art. 983 kpc, w razie konieczności przeprowadzenia drugiej licytacji [art. 983 kpc], cena wywołania wynieść może dwie trzecie sumy oszacowania¹⁰. Nawet dyskonto na poziomie 1/3 oszacowania nie jest jednak często wystarczające, by zbyć nieruchomość w toku postępowania egzekucyjnego, zatem poziom tego dyskonta może być wyższy, a powinien wynikać ze szczegółowej analizy rynku nieruchomości, możliwości zbycia nieruchomości, czy samych walorów nieruchomości. W zakresie poziomu dyskonta stosowanego z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży przedsiębiorstwa przywołać warto aktualne orzeczenia sądów. W postanowieniu Sądu Okręgowego w Krakowie w sprawie o sygn. akt XII Gz 936/16 z dnia 02.12.2016 r.¹¹ wskazano, iż: „Kluczowym elementem wyceny musi być w przypadku ogłoszenia upadłości dłużnika założenie sprzedaży w warunkach sprzedaży wymuszonej, a zatem przy uwzględnieniu, że brak jest możliwości, środków, jak też i czasu, niezbędnych do należytego wyeksponowania i zaoferowania towaru. Sprzedaż likwidacyjna zbliżona jest do sprzedaży egzekucyjnej, która już wyjściowo zakłada obniżenie wartości oferowanego przedmiotu sprzedaży do 75%. Warunkiem sprzedaży przedsiębiorstwa jest bowiem zachowanie określonej procedury likwidacyjnej. I tak punktem wyjścia czynności zmierzających do sprzedaży jest oczywiście opis i oszacowanie przedsiębiorstwa dokonane już w toku postępowania upadłościowego w trybie określonym w art. 319 pr.up., a następnie przeprowadzenie sprzedaży zgodnie z wymogami określonymi w art. 320 pr.up. Przy uwzględnieniu konieczności dokonywania niezbędnych ogłoszeń oraz możliwości wniesienia zarzutów do opisu i oszacowania (art. 319 ust. 5 pr.up.), względnie zażalenia na zatwierdzenie wyboru oferty przez sędziego-komisarza (art. 320 ust. 2 PU) czas likwidacji ulega znaczącemu wydłużeniu. Doświadczenie Sądu w

⁹ Zob. Opis i oszacowanie Polmos Józefów – przypis 3 - Weston Anson, Donna P. Suchy, Chaitali Ahya, Intellectual Property Valuation: A Primer for Identifying and Determining Value, American Bar Association 2005, s. 175; tłumaczenie własne.

¹⁰ Zob. Opis i oszacowanie Polmos Józefów przypis 4 - O ile przedmiot egzekucji nie jest nieruchomością rolną

¹¹ Zob. Opis i oszacowanie Polmos Józefów przypis 5 - Postanowienie Sądu Okręgowego w Krakowie w sprawie o sygn. akt XII Gz 936/16 z dnia 02.12.2016 r., zasoby własne; podkreślenie własne.

prowadzeniu postępowań upadłościowych przekonuje, że skuteczne próby sprzedaży przedsiębiorstwa jako całości należą do sytuacji rzadkich. Nawet jeśli do takiej sprzedaży ostatecznie dochodzi, to niejednokrotnie poprzedzone jest wielomiesięcznym przygotowaniem. **Właściwie nie zdarzają się przy tym sytuacje sprzedaży przedsiębiorstwa za cenę równą lub wyższą od ceny oszacowania.** Zazwyczaj zbycie dokonywane jest ze znacząca obniżką uwzględnianą w kolejnych przetargach czy aukcjach”. Dla ruchomości w egzekucji singularnej [komorniczej], stosuje się w myśl art. 867 § 2 kpc dyskonta kolejno na poziomie 25% [trzy czwarte przy pierwszej licytacji] i 50% [połowa wartość przy drugiej licytacji]. Wywieść można z tego wniosek, że dyskonto w przypadku ruchomości [tu rozumianych szeroko jako urządzenia, maszyny, środki transportu, zapasy, środki niskocenne, etc.] jest jeszcze wyższe aniżeli w przypadku nieruchomości. (...) **W tym miejscu nadmienić należy, że poziom przyjętych dyskont z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży dla sprzedaży całego przedsiębiorstwa stosuje się w zasadniczo ograniczonym stopniu, tzn. na poziomie 20-35% (w przypadku niektórych ruchomości czy wartości niematerialnych i prawnych na wyższym poziomie), gdy w przypadku upadłości klasycznej (na zasadach ogólnych bez pre-pack) właściwe są dyskonta jeszcze istotniejsze, tj. na poziomie 35-90% z uwagi na dekompozycję przedsiębiorstwa i dalszą destrukcję wartości jego aktywów, które często stają się wtedy już zbiorem przypadkowych składników majątkowych, podlegających odrębnej wyprzedaży.**

Wyceniający na bazie swoich doświadczeń zawodowych wskazuje, iż powyższe podejście jest powszechnie stosowane a w niektórych Sądach Upadłościowych wprost wymagane tj. wskazywane w zleceniach przekazywanych przez Syndyków rzeczoznawcą. Jednak takie automatyczne podejście jest błędne, gdyż - w opinii wyceniającego – celem „dopasowania” do realiów rynkowych ustalonych przez rzeczoznawców singularnych wartości rynkowych składników majątkowych wynikających z oszacowań przy sprzedaży całych przedsiębiorstw czy jego ZCP w toku postępowań upadłościowych należy ustaloną wartość rynkową składników przedsiębiorstwa Upadłego lub wchodzących w skład jego ZCP przemnożyć przez aktualną średnią wartość mnożnik sektorowy C/Wk, który pozwala na ocenę czy działające w tej branży podmioty aktualnie wykazują występowanie w nich „goodwill” (C/Wk jest wyższy niż 1) czy występuje w nich „badwill” (mnożnik C/Wk jest niższy od 1) i dopiero wtedy zastosować wskaźnik korekty z tytułu przymusowego charakteru sprzedaży w postępowaniu upadłościowym.

Tak sporządzona wycena – w ocenie autora - wypełnia w sposób rynkowy normy określone w art. 319 Prawa upadłościowego.

Tym samym automatyczne stosowanie dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru nie w każdym przypadku jest właściwe a dodatkowo przyjmowanie za uzasadnienie zastosowania dyskonta założenia, iż bezspornie nie dojdzie do sprzedaży przedsiębiorstwa za ustaloną cenę rynkową jego składników majątkowych przedsiębiorstwa jest - w ocenie autora – przedwczesne, a dodatkowo pominięcie ustalenia czy w ujęciu sektorowym odnotowywana jest w momencie wyceny dodatnia nadwartość rynkowa tj. mnożnik C/Wk > 1 czy ujemna (badwill), która przejawia się tym, iż mnożnik C/Wk < 1. Konieczność weryfikacji sytuacji notowań w danym sektorze

rynku (tzw. nastrojów rynkowych inwestorów) jest istotna, gdyż obrazuje czy podmioty działające w sektorze w jakim działa lub działało upadłe przedsiębiorstwo jest wyceniane ponad wartość godziwą jego składników majątkowych czy poniżej.

Wyceniający wskazuje, iż na GPW notowany jest jeden podmiot działający w tożsamym sektorze rynku tj. AMBRA S.A. co prawda specjalizujący się w sprzedaży przede wszystkim wina, ale jego wycena według mnożnika C/Wk na dzień 18 listopada 2023 r. kształtuje się na poziomie 1,72, co wykazuje, iż podmioty tego sektora wyceniane są ponad wartość ich składników majątkowych pomniejszonych o zobowiązania.

Dodatkowo podkreślić należy, iż często samo „zaprezentowanie” na rynku oferty na sprzedaż przedsiębiorstwa w upadłości po oszacowanej cenie rynkowej z uwzględnieniem korekty z tytułu występowania w sektorze rynkowego „goodwill-u” (korekta *in plus*) czy „badwill-u” (korekta *in minus*) powoduje, iż potencjalni inwestorzy mają czas na rozważenie opłacalności jego zakupu a nawet brak ofert w przetargu na sprzedaż po cenie oszacowania nie powoduje, iż okres ten należy uznać „za zmarnowany”. W wielu wypadkach nawet niesprzedanie przedsiębiorstwa w całości w pierwszym przetargu za cenę oszacowania, może w przyszłości okazać się pewnego rodzaju „sukcesem”. Wynika to z faktu, iż potencjalni nabywcy dzięki ogłoszeniu przetargu, weszli w posiadanie informacji o sprzedaży danego przedsiębiorstwa, a dodatkowo ponowienie procedury sprzedaży nawet za tożsamą cenę lub nieznacznie obniżoną pozwala zainteresowanym inwestorom na 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. Dlatego dodatkowy czas (pomiędzy pierwszym a drugim przetargiem) pozwalają im pozyskać niezbędnych zgód korporacyjnych oraz dokonać własnych analiz opłacalności tej inwestycji (w upadłe przedsiębiorstwo).

Ustawodawca tworząc przepisy Prawa upadłościowego nie miał wątpliwości, iż sprzedaż przedsiębiorstwa w całości jest najkorzystniejszą dla funduszy 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*.

Tym samym – w ocenie autora wyceny – brak jest podstaw do przyjmowania a priori założenia o konieczności obniżania wartości przedsiębiorstwa sprzedawanego w toku postępowania upadłościowego tylko i wyłącznie z racji wymuszonego charakteru, aczkolwiek zasadnym jest stosowanie korekt z tytułu występowania w sektorze, w którym działała lub działał podmiot dodatniej lub ujemnej nadwartości rynkowej. Wskazać należy, iż zastosowanie dyskonta z tytułu przymusowej sprzedaży jest zasadne i zgodne z przepisami w przypadku ustalania wartości przedsiębiorstwa dla sprzedaży w toku procedury pre-pack, jednak w wypadku, gdy wycena dotyczy ustalenia wartości całego przedsiębiorstwa lub jego ZCP w toku postępowania upadłościowego brak jest przesłanek do stosowania dyskonta z tytułu wymuszonej

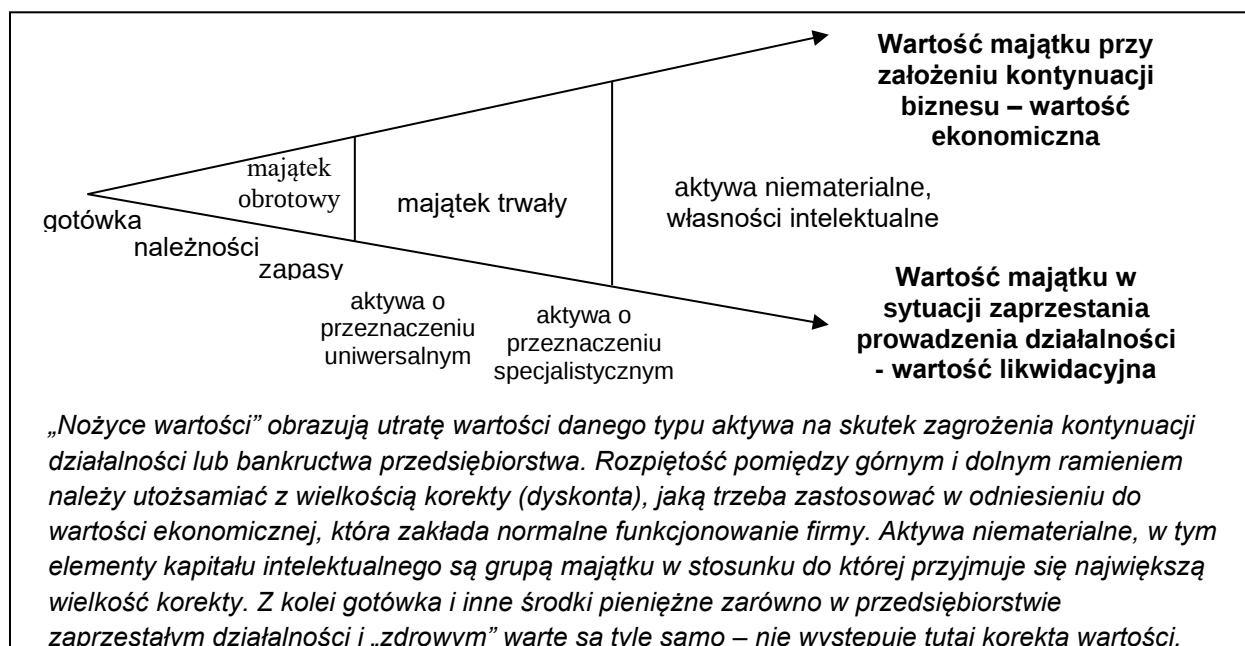
sprzedaży, gdyż ta może być stosowana tylko do sprzedaży aktywów w toku sprzedaży przed likwidacyjnej.

Ustawodawca w przypadku składania wniosku o zatwierdzenie warunków sprzedaży dopuścił do obniżenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa ustalonego przez biegłego o dyskonto z tytułu przyspieszonej procedury likwidacji majątku upadłego podmiotu, które to dyskonto ma pozwolić nabywcy na pokrycie kosztów jego niezbędnej restrukturyzacji (zwolnienia zbędnych pracowników, wypowiedzenia umów lub kontynuacji umów zawartych przez upadłego, utylizacji towarów i produktów oraz zwrotu poniesionych kosztów wyceny itp.) a w wypadku sprzedaży po ogłoszeniu upadłości czynności te dokonywane są na przez Syndyka i na koszt masy upadłości, co powoduje, iż ustalona wartość rynkowa składników majątkowych przedsiębiorstwa winna być co najwyżej korygowana w wypadku, gdy mnożnik sektorowy C/Wk jest poniżej 1, gdyż oznacza to, że średnio podmioty działające w tożsamym co upadły sektorze są wyceniane poniżej wartości godziwej rynkowo swoich składników majątkowych. W wypadku, gdy mnożnik C/Wk jest powyżej 1 to w takim wypadku ten teoretyczny „goodwill” należy zdyskontować zgodnie z teorią W. Ansona.

Podkreślić należy, iż klasyczną koncepcją postrzegania utraty wartości poszczególnych typów aktywów w przedsiębiorstwie zaprzestającym działalności i przy kontynuacji jego działalności są tzw. nożyce wartości. Przyjmuje się w niej, że tylko trwałe zaprzestanie kontynuacji działalności tak jest w przypadku podmiotów w stosunku, do, których ogłoszono upadłość powoduje, iż skala utraty wartości ekonomicznej aktywów materialnych i niematerialnych jest największa.

Klasyczna koncepcja nożyc wartości traktuje bankructwo jako proces ekonomiczny, z którego wynika, że w firmie, która nie będzie już kontynuowała w przyszłości działalności, dochodzi do systematycznej i nieodwracalnej erozji wartości niematerialnych i prawnych postrzeganych jako źródło przyszłych korzyści z nabytego aktywa.

Rysunek 3 Graficzna prezentacja skali korekty wartości poszczególnych grup aktywów na skutek bankructwa przedsiębiorstwa



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

W. Anson¹² na bazie swoich badań wskazał, że na etapie wyceny aktywów niematerialnych stanowiących „goodwill” upadłego przedsiębiorstwa należy zastosować korektę *in minus* (dyskonto) z uwagi na to, że istnieje ryzyko trwałej utraty tych 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 (w skład których wchodzi marka wraz z jej składowymi) stanowiących majątek upadłego przedsiębiorstwa z uwagi na fakt wdrożenia postępowania upadłościowego może być wyrażona według tego autora w dwojaki sposób:

- 1) jednorazowym wskaźnikiem korygującym, który może wynosić zarówno np. 30%, jak i 99% (decydujące znaczenie ma analiza ryzyka trwałej utraty wartości rynkowej dokonany przez wyceniającego),
- 2) poprzez przyjęcie założenia, iż aktywa niematerialne tracą na wartości średnio od 2 do 5 procent miesięcznie od dnia, w którym przedsiębiorstwo zaprzestało prowadzenia działalności do dnia potencjalnej sprzedaży.

W opinii wyceniającego drugi sposób dokonywania korekty wartości aktywów niematerialnych wyrażonych sektorowym „goodwill-u” zasługuje na uznanie, gdyż wskazaną przez W. Ansona prawidłowość można zaobserwować również w procesie likwidacji majątku upadłych przedsiębiorstw w Polsce.

¹² 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.

W związku z tym, w każdej wycenie upadłego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanych części konieczne jest - nawet w wypadku wstrzymania prowadzenia jego dotychczasowej działalności przez Upadłego (przed ogłoszeniem upadłości) lub Syndyka (w trakcie trwania postępowania) - dokonanie analizy występowania w sektorze w jakim działało upadłe przedsiębiorstwo nadwartości rynkowej, czyli „goodwill-u”. Takie podejście wynika z faktu, iż składniki niematerialne stanowią integralną część każdego przedsiębiorstwa lub jego ZCP zgodnie z dyspozycją art. 55¹ Kodeksu cywilnego a ich charakter wymiar w ujęciu sektorowym można zweryfikować poprzez analizę czy wśród podmiotów notowanych na GPW a działających w tożsamym sektorze rynku w momencie wyceny.

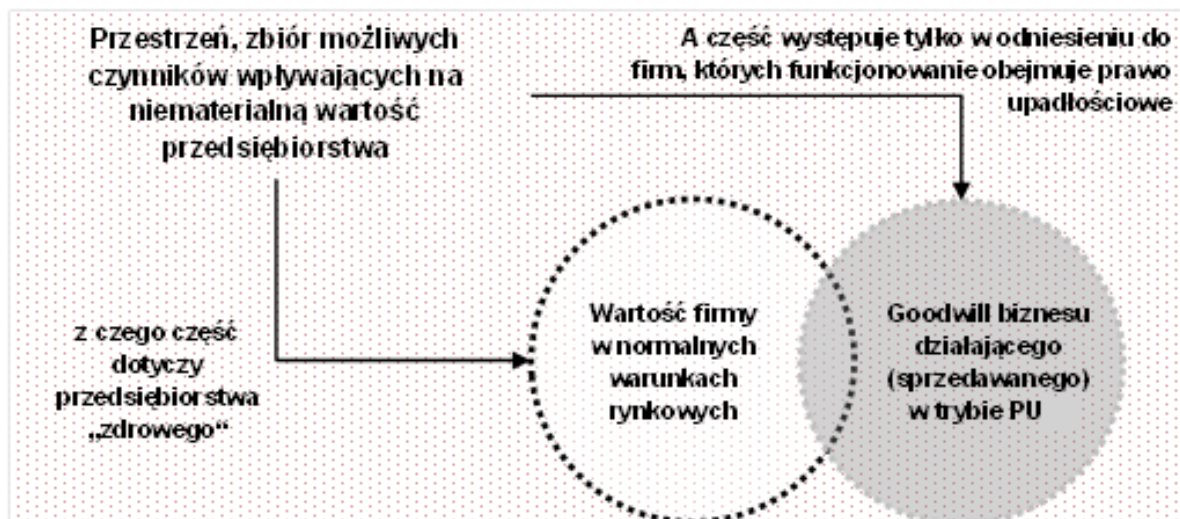
Podkreślić należy, iż w końcowym efekcie zbycie przedsiębiorstwa w całości lub jego ZCP daje nie tylko wyższe wpływy do funduszy masy upadłości niż sprzedaż singularna składników majątkowych i tym samym wpływa per saldo na wyższe zaspokojenie wierzycieli, ale i powoduje szybsze zakończenie procesu upadłościowego.

W związku z tym, w wypadku wyceny przedsiębiorstwa upadłego, należy dokonać w ramach wyceny analizy sytuacji rynkowej w sektorze, w którym działa upadły podmiot z uwzględnieniem sytuacji wynikającej z ogłoszenia jego upadłości. Należy podkreślić, iż potencjał rynkowy przedsiębiorstwa sprzed ogłoszenia upadłości bezspornie nie jest tożsamy z obecnym, co jednak nie oznacza, iż należy wykluczyć istnienie w nim choćby szczątkowej nadwartości ponad wartość składników majątkowych.

Fakt ogłoszenia upadłości i dokonanie przez Syndyka czynności związanych m.in. ze zwolnieniami pracowników, wypowiedzeniem niekorzystnych umów, spisu i wyceny majątku powoduje, iż nabywca przedsiębiorstwa sprzedawanego w całości lub w ramach ZCP otrzymuje je w dużo bardziej korzystnym rynkowo stanie niż w sytuacji, gdyby nabył je przed ogłoszeniem upadłości, z racji, iż:

- 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.

W sposób graficzny można te korzyści przedstawić w następujący sposób.



W przedmiotowej wycenie bardzo istotny jest fakt, iż SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości od kilku lat nie prowadzi działalności rynkowej a tym samym brak jest w jej majątku typowych składników „goodwill-u” tj. m.in.:

- stosunki i rozpoznawalność rynkowa,
- kapitał intelektualny pracowników,
- kapitał intelektualny organizacji.

Jednak mimo, iż w skład majątku SFW „STARKA” sp. z o.o. nie wchodzi w całości ww. składniki wpływające na występowania w danym przedsiębiorstwie nadwartości rynkowej, to jednak bezspornie wśród składników niematerialnych i prawnych i składników majątkowych występuje tzw. rozpoznawalność marki STARKA, która połączeniu ze składnikiem majątku Upadłego podmiotu w postaci zapasów postarzałej surówki żytniej (okowity) daje podstawy do przyjęcia, iż po nabyciu całego przedsiębiorstwa czy ZCP (produkcyjnego SFW STARKA) możliwe jest wystąpienie efektu synergii pomiędzy składnikami materialnymi a niematerialnymi. Ten fakt powoduje, iż łączne nabycie produkcyjnych składników materialnych i niematerialnych zawartych w szeroko postrzeganej marce STARKA bezspornie zwiększa wartość rynkową nie tylko tych dwóch składników, ale i powoduje, iż wszelkie składniki majątkowe wchodzące w skład przedmiotowego Opisu i oszacowania jako całego przedsiębiorstwa mogą osiągnąć cenę sprzedaży zgodną z ich singularną wyceną rynkową oszacowaną przez rzeczoznawców powołanych do wyceny przez Syndyka.

Te specyficzne uwarunkowania dotyczące efektu synergii zawartej w zapasach postarzałej surówki żytniej i w szeroko pojmowanej marce STARKA (de facto zawartych w trzech znakach towarowych) powoduje, iż dla celów ustalenia aktualnej wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. nie można zastosować metody rekomendowanej i stosowanej przez wyceniającego w innych wycenach całych upadłych przedsiębiorstw czy w wycenach dla celów procedury pre-pack tj. z wykorzystaniem sektorowego mnożnika rynkowego C/Wk, gdyż żadne z polskich przedsiębiorstw działających w sektorze produkcji alkoholu nie posiada takiego

składnika majątku w postaci postarzonej (leżakującej) nawet 70 lat surówki żytniej jak również znaków towarowych chroniących nazwę STARKA, które to stanowią przedmiot zabezpieczenia o wartości 97,5 mln. zł.

W opinii wyceniającego w przedmiotowym postępowaniu upadłościowym, nie tylko fakt podjęcia przez Syndyka SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości decyzji o próbie zbycia przedsiębiorstwa jako całości, ale przede wszystkim przyjęta, aczkolwiek ostatecznie nie wdrożona przez właścicieli tego podmiotu polityka marketingowa oraz fakt ustanowienia na trzech znakach towarowych STARKA zastawu rejestrowego w kwocie 97,5 mln. zł powoduje, iż koniecznym jest uwzględnienie w Opisie i oszacowaniu wartości tej szeroko pojmowanej marki STARKA, która jednak tylko i wyłącznie w powiązaniu z zapasami postarzałej surówki żytniej (okowity) posiada bardzo dużą nadwartość rynkową.

Wyceniający podkreśla, iż sprzedaż singularna surówki żytniej na otwartym rynku abstrahując od konieczności przelania zapasów do innych zbiorników celem transportu powoduje nie tylko przerwanie procesu jej „starzenia” ale i bez pozyskania przez kupującego prawa do marki STARKA powoduje, iż zapasy te de facto stają się zwykłym postarzałym alkoholem, który można wykorzystać do produkcji klasycznych wódek czy w wypadku nabycia przez producentów whisky do produkcji żytniej odmiany tego typu wyrobów. Jednak fakt, iż wiedza o zapasach postarzałej surówki żytniej zgromadzonych w piwnicach SFW STARKA zwłaszcza w obliczu faktu, iż ponad 10 lat temu zapas ten był oferowany już w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa w toku poprzedniego postępowania upadłościowego i nie wzbudził zainteresowania potentatów rynkowych tj. producentów whisky a tylko inwestora, który zamierzał wprowadzić ten bezspornie ekskluzywny produkt na rynek globalny klasy premium.

Fakt ten powoduje, iż stwierdzić należy, iż mimo, że program inwestycyjny jaki przyświecał inwestorom nie został zrealizowany – wyceniający nie czuje się upoważniony do wskazywania w sposób subiektywny przyczyn niepowodzenia czy dokonywania ocen podjętych działań przez właścicieli – to jednak obecnie w okresie rozkwitu rynku dóbr konsumpcyjnych klasy premium wydaje się możliwym zrealizowanie zamierzeń właścicieli, którzy na miarę swoich możliwości finansowych podjęli słuszne rynkowo działania zmierzające do przywrócenie w pierwszej kolejności świadomości istnienia marki STARKA i potencjału polskiej okowity. Podkreślić należy, iż projekt inwestycyjny w postarzałą okowitę został zrealizowany przez Tenczyńska Okwita, która na jego wdrożenie pozyskała od inwestorów relatywnie duże środki mimo, iż alkohol, który został rozlany do beczek celem leżakowania odbiega jakościowo od leżakującego w piwnicach SFW STARKA nie tylko z racji wieku, ale i przede wszystkim z racji posiadania rozpoznawalności rynkowej wyrobów sygnowanych marką STARKA.

Tym samym zasadnym jest było przyjęcie dla celów oszacowania wartości zapasów postarzałej surówki żytniej, iż jej aktualna rynkowa wartość stanowi suma wartości rynkowej samej surówki żytniej powiększona o wartość szeroko pojmowanej marki STARKA, która wyrażona jest m.in. w trzech znakach towarowych zawierających

nazwę wyrobu STARKA, nazwę handlową STARKA, nazwę Upadłego podmiotu tj. SFW STARKA.

W przedmiotowym Opisie i oszacowaniu zgodnie z dyspozycją art. 319 ust. 4 Prawa upadłościowego koniecznym jest dokonanie ustalenia wartości przedmiotu zastawu rejestrowego ustanowionego na trzech znakach towarowych, których to wartość została ustalona w odrębnie w Raporcie z wyceny zapasów w postaci postarzałej surówki żytniej wraz z prawem do marki STARKA.

W związku z tym, iż wyceniający dokonał ustalenia wartości z szeroko pojmowanej marki STARKA zawartej w trzech znakach towarowych na których ustanowiony jest zastaw rejestrowy powoduje, iż w wartości tego najistotniejszego składnika majątku Upadłego podmiotu zawarta jest cała jego aktualna nadwartość rynkowa, co zostało szczegółowo opisane w tej wycenie.

Autor Opisu i oszacowania wskazuje, iż w związku z tym, aktualną wartość rynkową przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o., która ustalona zostanie w niniejszym Opisie i oszacowaniu stanowić będzie sumę wartości rynkowych poszczególnych składników materialnych i niematerialnych (marki STARKA oraz znaków towarowych niezawierających słowa STARKA i wzorów przemysłowych) wchodzących w skład majątku upadłego przedsiębiorstwa z wyłączeniem składników objętych:

- przed likwidacyjną sprzedażą dokonaną przez Syndyka,
- wnioskiem o wyrażenie zgody na sprzedaż przed likwidacyjną złożonym do Sędziego Komisarza,
- wyłączonych decyzją Syndyka z sprzedaży z całym przedsiębiorstwem wyrobów gotowych, które objęte są wnioskiem o wyrażenie zgodny na ich sprzedaż do Sędziego Komisarza.

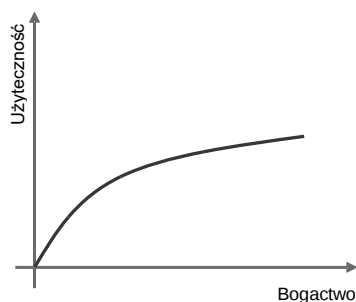
W związku z tym, w przedmiotowym Opisie i oszacowaniu wartość SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości zostanie określona z uwzględnieniem wartości rynkowej składników majątkowych oraz ogółu wartości niematerialnych i prawnych przynależnych do SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w sposób zgodny z przepisami art. 55¹ k.c. jak i przepisami Prawa upadłościowego.

2. Zastosowany w niniejszym Opisie i oszacowaniu standard wartości oraz metodyka wyceny SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Podkreślić należy, iż metodologia 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.

Autor wskazuje, iż – w ujęciu rynkowym - 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. W ekonomii często rozważa się tzw. użyteczność pieniężną (ang. *utility of money*) czy użyteczność bogactwa (ang. *utility of wealth*). Jest to funkcja, która wartości pieniężnej przyporządkowuje użyteczność konsumenta lub inwestora. Przykład funkcji użyteczności przedstawiony został przez autora na poniższym rysunku. Jak widać, jest to funkcja rosnąca, co oznacza, że większemu bogactwu odpowiada większa użyteczność.

Rysunek 4 Funkcja użyteczności bogactwa



Źródło: opracowanie własne.

Oznacza to, iż w wypadku zmniejszenia się „bogactwa” konsumentów ich podejście do satysfakcji z dokonywania zakupów czy inwestycji obarczonych ryzykiem spada, a w momencie wzrostu „bogactwa” są oni skłonni dokonywać zakupów czy inwestycji w sposób bardziej dynamiczny czy ryzykowny. Przy czym 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.

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 bieżącą/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 znacznie 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.

Jak wskazano powyżej wycena wartości w trakcie procesu upadłościowego winna być procesem szacowania uwzględniającym wartości zarówno aktywów danej firmy (majątkowe jak i pozamajątkowe).

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:

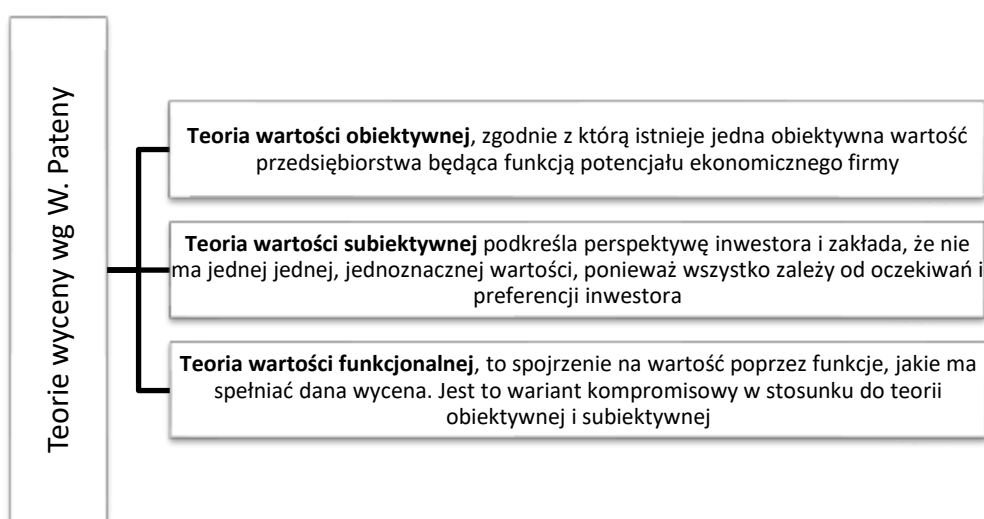
- ściśle określony przedział lub moment czasu, dla których się ją przeprowadza,
- ilość pieniędzy lub rzeczy, które się wycenia,
- pochodzenie przedmiotu wyceny,
- konkretnie określona i konsekwentnie stosowana metoda wyceny.

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)¹³. 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:

Rysunek 5 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 czy jego ZCP zgodnie z teorią wartości subiektywnej (indywidualnej oszacowanej przez strony procesu), nie spełnia podstawowego założenia przyjętego

¹³ 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.

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 zleceniodawcą opinii jest Syndyk, a oszacowana wartość ma stanowić obiektywną ocenę wyceniającego odnośnie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa czy w przedmiotowym Opisie i oszacowaniu SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości, to uznaje się, iż wycena w takich warunkach musi być ekspertyzą wyceniającego (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 subiektywizmu¹⁴, 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 (oczekiwanie uczestników Postępowania), obiektywna (typ Zleceniodawcy) oraz ekspercka (brak stronniczości wyceniającego). Przedstawione warunki spełnia tylko standard wartości wewnętrznej, określanej również jako wartość fundamentalna.

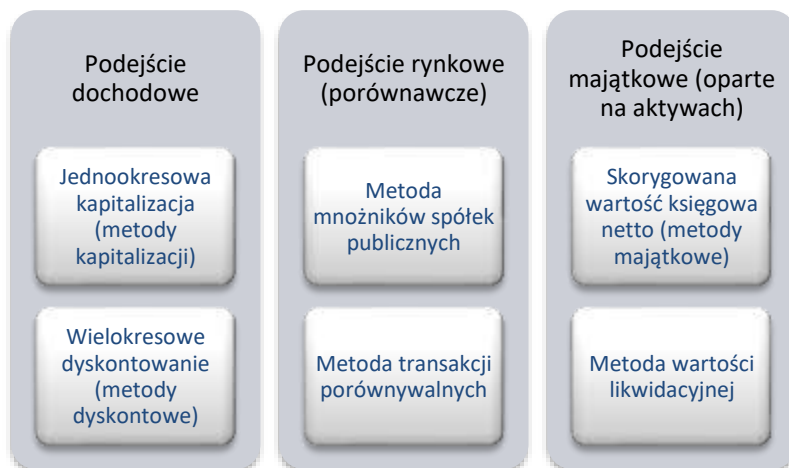
Wartość wewnętrzna (ang. *Intrinsic Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją; nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny (brak stronniczości), a opiera się na wszystkich informacjach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

Wycena jako proces dochodzenia do wartości wskazanego przedmiotu wyceny, którym mogą być np. przedsiębiorstwo, nieruchomości, własność niematerialna lub zobowiązanie może być przeprowadzona z wykorzystaniem trzech podejść –

¹⁴ W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Oficyna Wolter Kluwer, Warszawa 2011, s. 41.

dochodowego, porównawczego i majątkowego¹⁵. W ramach podejść wyróżnić można metody (a zatem podejścia to grupy metod), natomiast jeszcze „niżej” znajdują się techniki i narzędzia.

Rysunek 6 Podejścia do wyceny



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ch. M. Mellen, F.C. Evans, *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, 2010, s. 110.

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 dochodowe¹⁶. 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 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.

¹⁵ Rozróżnianie jedynie trzech podejść jest domeną anglosaskiej praktyki wyceny przedsiębiorstw (USA, Wlk. Brytania, Australia, Nowa Zelandia), opisywaną przez takie autorytety dziedziny, jak Shannon P. Pratt (*Business Valuation Discounts and Premiums*, 2009) oraz Christopher Mercer (*Business valuation: an integrated theory*, 2007). W warunkach Europy kontynentalnej wyróżnia się jeszcze grupę metod mieszanych (nie jest to jednak podejście mieszane).

¹⁶ Por. np. E.A. Helfert: *Techniques of Financial Analysis*. 6th edit. Irwin, Homewood 1987, s. 337–376.

Myśl przewodnia podejścia dochodowego sprowadza się do stwierdzenia, że biznes jest wart tyle, ile przyniesie dochodu począwszy 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 rynkowych¹⁷. 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 księgową). 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,
- 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

¹⁷ J. Gajdka: Metody wyceny przedsiębiorstwa. W: Vademecum prywatyzacji II. Poltext, Warszawa 1992, s. 71–73.

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)¹⁸.

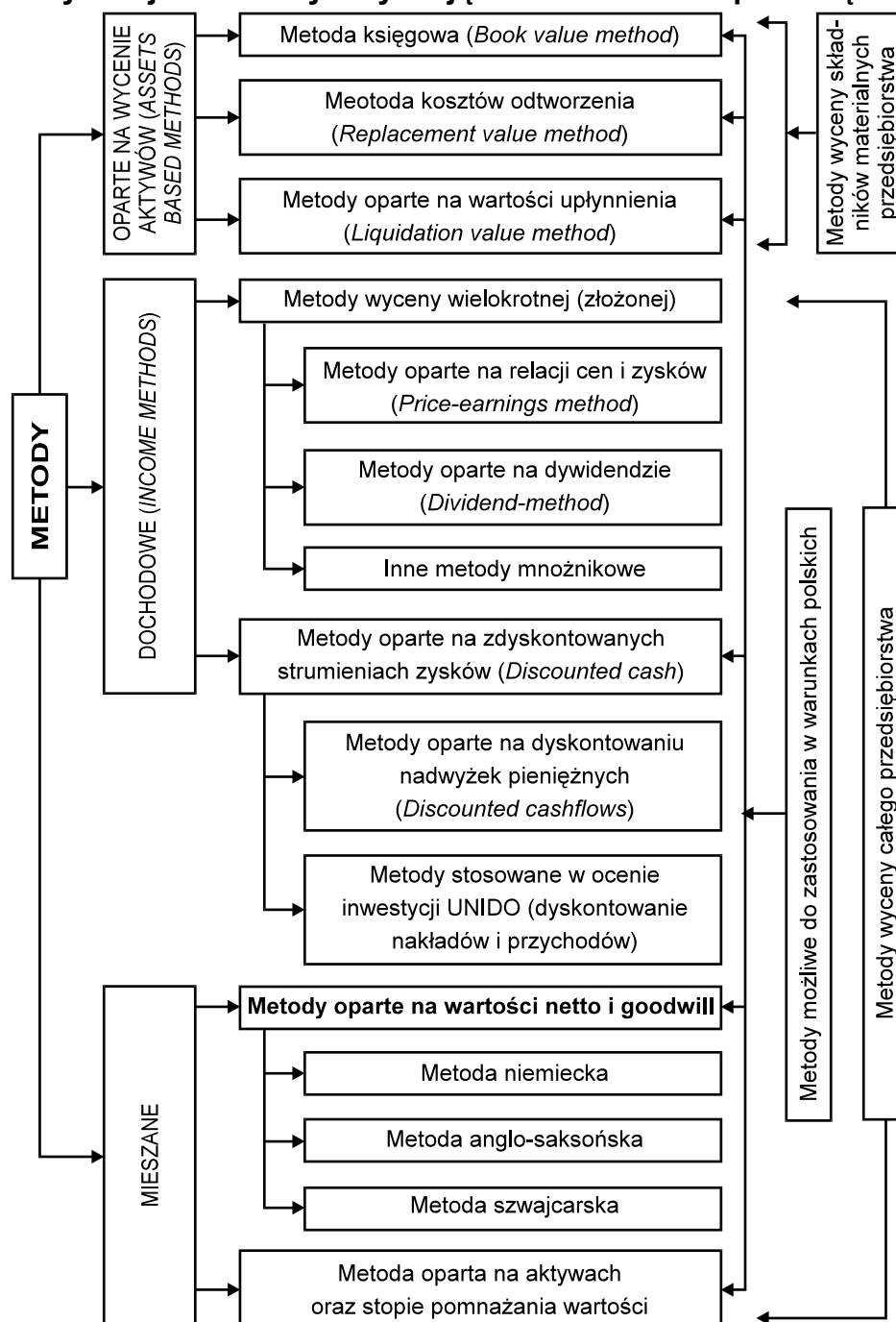
Wspomniane średnie są subiektywną kompilacją podejścia dochodowego i majątkowego, więc jako sztuczne i arbitralne połączenie przeciwstawnych koncepcji nie mają rozsądnej interpretacji ekonomicznej. Mogą być co najwyżej „technicznymi parametrami” podobnymi do wskaźników wykorzystywanych w analizie technicznej realizowanej przez analityków finansowych i niektórych inwestorów działających na giełdach papierów wartościowych. Znacznie większą estymą – zarówno w teorii, jak i w praktyce – cieszą się różne warianty metody nadwyżki zysków¹⁹.

Rysunek 7 grupuje metody wyceny według przedstawionego podziału na metody wyceny aktywów, metody dochodowe i metody mieszane. Klasyfikacja ta również może budzić wątpliwości, niemniej warto ją poznać z uwagi na wspomnianą popularność tego podejścia.

¹⁸ 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.

¹⁹ Zob. np. L. Guatri: op.cit., s. 112–143; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs: op. cit., s. 286–297; G.M. Gomes: *Excess Earnings, Competitive Advantage and Goodwill Value*. „Journal of Small Business Management” 1988, July, s. 22–31.

Rysunek 7 Klasyfikacja metod wyceny majątku oraz wartości przedsiębiorstwa



Źródło: Kierunki przekształceń własnościowych w gospodarce. Aspekt teoretyczno-praktyczny. Red. R. Borowiecki. Wyd. 2. TNOiK, Kraków 1991, s. 192.

Należy wskazać, iż wartość zarówno przedsiębiorstwa czy też jego składników 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, 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. Autor powyższe zastrzeżenie podniósł, gdyż w

obecnej gospodarce wolno rynkowej zarówno całe przedsiębiorstwo jak i akcje podlegają tym samym prawom popytu i podaży jak inne towary rynkowe.

Wskazać należy, iż w przypadku wyceny przedsiębiorstwa, nie istnieje jedna obiektywna wartość rynkowa. Komplikacje z ustaleniem właściwej kategorii wartości, wg której ma być wyceniane aktywne 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. Zarządzanie finansami jest wynikiem praktyki gospodarczej i standardów eksperckich, natomiast cała rachunkowość regulowana jest przez rozwiązania prawne oraz zalecenia instytucji zrzeszających księgowych. W rezultacie zdarza się, że wycena aktywów jest inaczej postrzegana przez biegłych sądowych, rzeczoznawców (konsultanci, doradcy, analitycy) właścicieli oraz głównych księgowych i biegłych rewidentów.

Jednym z podstawowych warunków prawdziwego i wiernego odzwierciedlenia stanu gospodarki jednostki w sporządzanej przez nią sprawozdawczości finansowej jest prawidłowa wycena jej aktywów. Zgodnie z przepisami Ustawy o rachunkowości wartość aktywów określona jest przez ich zdolność do spowodowania w przyszłości wpływu do jednostki korzyści ekonomicznych. Korzyści te rozumiane są jako przychody i zyski, odzwierciedlone w postaci zwiększenia wartości aktywów albo zmniejszenia zobowiązań, które doprowadzą do wzrostu kapitału własnego lub zmniejszenia jego niedoboru z wyłączeniem wniesienia środków przez udziałowców art. 3 ust. 1 pkt 30 ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694). Wartość aktywów przedsiębiorstwa zmienia się w czasie w związku z ich wykorzystywaniem, jak też na skutek zmiany innych okoliczności wpływających na skalę korzyści ekonomicznych uzyskiwanych z posiadanego majątku.

Metody wyceny aktywów przedsiębiorstwa są szczegółowo uregulowane przez przepisy ustawy o rachunkowości. Są one dostosowane do specyfiki poszczególnych aktywów. Niezależnie od rodzaju stosowanej metody wycena wszystkich składników majątku – zgodnie z postanowieniem art. 8 ust. 1 ustawy – musi być przeprowadzona przy zachowaniu zasady ostrożności. Konieczność uwzględniania zasady ostrożności wynika z niepewności, która towarzyszy wielu zdarzeniom gospodarczym. W myśl art. 37 Międzynarodowego Standardu Rachunkowości „Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych” zasada ostrożnej wyceny polega na rozważeniu przy stosowaniu subiektywnych ocen potrzebnych do dokonywania oszacowań w warunkach niepewności. Aktywa i przychody nie powinny być zawyżane, a zobowiązania i pasywa nie powinny być zaniżane²⁰.

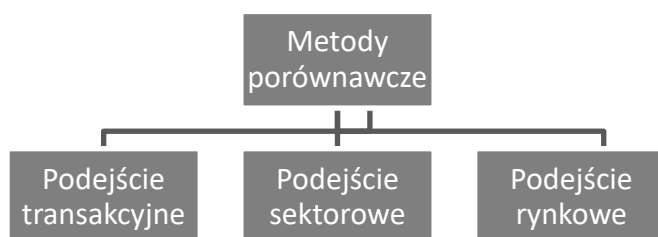
Grupa metod porównawczych, zwanych też rynkowymi lub mnożnikowymi, to osobna grupa metod wyceny przedsiębiorstwa. Punktem odniesienia wyceny danego przedsiębiorstwa jest w nich wartość rynkowa innego, podobnego przedsiębiorstwa. Takie podejście opiera się na zasadzie arbitrażu – podobne spółki powinny być podobnie wyceniane, gdyż w przeciwnym razie dochodziłoby do arbitrażu, czyli na przykład krótkiej sprzedaży spółek przeszacowanych i kupna niedoszacowanych.

²⁰ Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 2001, International Accounting Standards Board, s. 64.

Metoda ta budzi kontrowersje: nie ma wsparcia w postaci zbyt wielu publikacji naukowych, brakuje jej mocnych podstaw teoretycznych i nazywana jest często „szybką i brudną metodą wyceny”²¹. Z drugiej strony ogromna część wycen, szczególnie tych dokonywanych w krajach z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi, 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 górnictwo²².

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 jedynego 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 wymienionych²³. 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.

Rysunek 8 Podział metod porównawczych



Źródło: Meitner 2006.

Metoda porównawcza byłaby maksymalnie skuteczna, gdyby udało się znaleźć bliźniaczą spółkę dla wycenianej. Wtedy wycena mogłaby odbyć się natychmiast²⁴. 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.

W podejściu porównawczym jedną z najpopularniejszych jest metoda wyceny za pomocą mnożników. Jej podstawą jest zasada analogii, że wartość przedsiębiorstw o podobnej specyfice działania lub charakteryzujących się tym samym modelem biznesowym determinuje tylko ich wielkość (mierzona poziomem majątku, przychodów, zysku etc.), natomiast relacja wartości do wielkości pozostaje stała.

²¹ S. Benninga, O.H. Sarig, *Corporate finance: A valuation approach*, McGraw-Hill (New York) 1997, s. 330.

²² P. Saługa, *Ocena ekonomiczna projektów i analiza ryzyka w górnictwie*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 2009.

²³ I. Cooper, L. Cordeiro, *Optimal Equity Valuation Using Multiples: The Number of Comparable Firms*, working paper 2008, s. 4.

²⁴ M. Meitner, *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica-Verlag, Springer Company, Heidelberg 2006, s. 17.

Klasycznym przykładem myślenia mnożnikami jest szacowanie wartości firmy przy wykorzystaniu giełdowych danych współczynnika CENA/WARTOŚĆ KSIĘGOWA. Technicznie jest to relacja ceny akcji do wartości księgowej kapitałów, jednakże, jeśli współczynnik w danym momencie kształtuje się (przykładowo) na poziomie 10, to w ujęciu rynkowym kapitał właścicieli firmy stanowi dziesięciokrotność ich wartości księgowej.

Współczynnik CENA/WARTOŚĆ KSIĘGOWA i tym podobne można wyznaczyć w dwóch sytuacjach: jeśli akcje przedsiębiorstwa są przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku giełdowym (są to wówczas spółki publiczne) lub były przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży na rynku pozagiełdowym i posiadamy wiedzę o szczegółach transakcji. Szacunkowo odsetek firm, dla których można policzyć mnożniki to 1-2% wszystkich przedsiębiorstw w Polsce. W zdecydowanej większości firmy, zarówno małych jak i średnich oraz dużych nie dochodzi do zmian właścicielskich w trakcie, których określana jest wartość godziwa i następuje transakcja udziałami lub akcjami w rezultacie, której kształtuje się cena rynkowa utożsamiana później z wartością rynkową, dlatego też do wyceny wykorzystuje się wiedzę, jaką daje ten 1% firm.

Metoda porównawcza opiera się w dużym stopniu na założeniu, że rynki są efektywne. Tylko wtedy wyniki przez nią generowane można uznać za miarodajne. Teoria efektywnych rynków to jedna z trzech najważniejszych teorii finansowych dotyczących wyceny. Dwie pozostałe to CAPM i koncepcja Millera – Modiglianiego dotycząca struktury kapitałowej. Rynek definiuje się jako efektywny wtedy, gdy ceny walorów w pełni odzwierciedlają dostępną informację. Zakłada się, że każda istotna informacja zawarta jest w cenie danego waloru. Często rozróżnia się efektywność rynku trojakiego rodzaju:

1. Efektywność w wersji słabej oznacza, że ceny walorów są odbiciem informacji historycznych.
2. Najczęściej przedmiotem badań staje się efektywność w wersji posilnej zakładająca, że wszystkie publicznie dostępne informacje znajdują odzwierciedlenie w cenach walorów.
3. Stanowisko, jakoby ceny walorów zawierały wszystkie informacje, w tym niejawne, zajmują zwolennicy hipotezy efektywnych rynków w wersji silnej. Testuje się je rzadko, ponieważ jest mało realistyczne.

„Skrót teorii efektywności” według E. Fama to stwierdzenie, że oczekiwana wartość nadzwyczajnych zwrotów równa się zero, choć los może generować zwroty różne od zera (anomalie), jednak w obu kierunkach. Strategie inwestycyjne obiecujące nadzwyczajne zwroty obarczone są większym ryzykiem. Po uwzględnieniu stopnia tego ryzyka dochody inwestora wynikające z realizacji strategii nie przewyższą dochodów portfela reprezentującego rynek. Niekoniecznie także należy przyjmować tak mocne założenie, że ceny zawierają wszystkie ogólnie dostępne informacje. Wystarczy przyjąć, że związek między nieujawnioną informacją a ceną waloru jest zbyt subtelny, aby mógł zostać odkryty łatwo i bez ponoszenia kosztów. Proces zdobywania i oceny informacji jest kosztowny. Inwestorzy wygrywający z rynkiem poprzez wyszukiwanie informacji trudnych do zdobycia de facto pokrywają tylko swoje

dodatkowe koszty. Efektywność rynku, czyli niemożność stałego osiągania nadzwyczajnych zysków, a także niemożność przewidywania kursów w przyszłości, oparta jest na założeniu, że przesłanki leżące u podstaw oczekiwań uczestników rynku są racjonalne.

W obecnych realiach życia gospodarczego wycena bieżącej wartości przedsiębiorstwa jest niezbędnym narzędziem procesu podejmowania decyzji zarządczych, gdyż obecnie dla coraz więcej firm strategicznym celem jest zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Przy takim sposobie zarządzania wycena pozwala menedżerom odnaleźć odpowiedź na wiele pytań i problemów zarządczych, np. jakie jest znaczenie ekonomiczne produktów firmy, jakie skutki ekonomiczne wywoła zwiększenie lub zmniejszenie skali i zakresu działania firmy, jakie będą ekonomiczne korzyści z restrukturyzacji zatrudnienia lub modernizacji produkcji.

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 wartość rynkowa podlegała zmianom w sytuacji, gdy sytuacja rynkowa w danej branży ulega poprawie lub pogorszeniu w stosunku do daty ostatniej wyceny.**

Autor wskazuje, iż mimo że jak wykazano powyżej wartość rynkowa ma charakter zmienny, krótkotrwały, to jednak wartość określona w wycenie 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.

W przedmiotowej wycenie do określenia wartości SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości autor z racji formalnego charakteru wyceny wykorzysta standard wartości wewnętrznej (fundamentalna), co powoduje, iż wartość rynkowa zostanie określona metodą majątkową skorygowanych aktywów netto.

VI. Oszacowanie wartości rynkowej SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

1. Analiza ekonomiczno-finansowa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w okresie poprzedzającym ogłoszenie upadłości

Tabela 7 Bilanse Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o. za lata 2012-2022

Analizowane okresy	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
A. Aktywa trwałe	25 683 327,21	23 723 800,17	19 327 028,37	17 059 960,08	43 741 293,19
I. Wartości niematerialne i prawne	4 441 864,64	3 749 385,89	2 944 412,13	2 149 428,87	1 359 670,61
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych					
2. Wartość firmy	304 389,58	242 479,83	180 570,08	118 660,33	56 750,58
3. Inne wartości niematerialne i prawne	4 113 140,02	3 506 906,06	2 763 842,05	2 030 768,54	1 302 920,03
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	24 335,04				
II. Rzeczowe aktywa trwałe	19 687 567,19	18 547 282,34	16 339 927,24	14 867 842,21	13 713 933,58
1. Środki trwałe	19 687 567,19	18 524 858,73	16 305 603,63	14 827 518,60	12 399 822,05
a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	2 592 759,01	2 560 047,14	2 206 203,39	2 177 714,62	959 577,76
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	16 653 183,78	14 705 062,80	13 093 252,17	11 810 661,85	10 780 534,43
c) urządzenia techniczne i maszyny	427 409,29	1 015 088,25	822 054,03	712 342,84	585 065,78
d) środki transportu	14 215,11	155 730,87	117 276,20	80 196,73	48 256,80
e) inne środki trwałe		88 929,67	66 817,84	46 602,56	26 387,28
2. Środki trwałe w budowie		22 423,61	34 323,61	40 323,61	1 314 111,53
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie					
III. Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Od jednostek powiązanych					
2. Od pozostałych jednostek					
IV. Inwestycje długoterminowe	1 553 895,38	1 427 131,94	42 689,00	42 689,00	28 667 689,00
1. Nieruchomości	1 511 206,38	1 384 442,94			28 625 000,00
2. Wartości niematerialne i prawne					
3. Długoterminowe aktywa finansowe	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	
* udziały lub akcje					
* udzielone pożyczki					
* inne papiery wartościowe					
* inne długoterminowe aktywa finansowe					
b) w pozostałych jednostkach	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00
* udziały lub akcje	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00
* inne papiery wartościowe					
* udzielone pożyczki					
* inne długoterminowe aktywa finansowe					
4. Inne inwestycje długoterminowe					
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego					
2. Inne rozliczenia międzyokresowe					
B. Aktywa obrotowe	5 278 124,19	5 006 301,55	4 416 271,83	7 568 563,84	11 115 173,91
I. Zapasy	3 148 654,96	3 798 106,73	4 073 672,55	4 341 590,60	5 614 855,91
1. Materiały	194 424,48	262 884,62	204 804,60	202 036,74	1 121 691,74
2. Półprodukty i produkty w toku	2 886 300,36	3 475 498,88	3 812 447,62	4 094 135,72	4 345 641,01

3. Produkty gotowe	59 621,05	58 292,57	56 420,33	45 418,14	147 523,16
4. Towary	8 309,07				
5. Zaliczki na dostawy		1 430,66			
II. Należności krótkoterminowe	67 119,30	991 461,09	123 187,64	3 084 112,64	5 470 877,10
1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	2 374 320,30
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty	0,00	0,00	0,00	0,00	2 374 320,30
- do 12 miesięcy					
- powyżej 12 miesięcy					
b) inne					
2. Należności od pozostałych jednostek	67 119,30	991 461,09	123 187,64	3 084 112,64	3 096 556,80
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty	1 762,30	24 349,25	0,00	0,00	179,00
- do 12 miesięcy	1 762,30	24 349,25			179,00
- powyżej 12 miesięcy					
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	60 159,00	933 277,00	117 549,00	3 078 550,00	3 094 397,80
c) inne	5 198,00	33 834,84	5 638,64	5 562,64	1 980,00
d) dochodzone na drodze sądowej					
III. Inwestycje krótkoterminowe	2 022 614,95	182 328,79	191 172,29	92 542,25	960,44
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	2 022 614,95	182 328,79	191 172,29	92 542,25	960,44
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	
- udziały lub akcje					
- inne papiery wartości					
- udzielone pożyczki					
- inne krótkoterminowe aktywa finansowe					
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	
- udziały lub akcje					
- inne papiery wartości					
- udzielone pożyczki					
- inne krótkoterminowe aktywa finansowe					
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2 022 614,95	182 328,79	191 172,29	92 542,25	960,44
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	116 789,83	32 328,79	9 974,22	92 542,25	960,44
- inne środki pieniężne	1 905 825,12	150 000,00	181 198,07		
- inne aktywa pieniężne					
2. Inne inwestycje krótkoterminowe					
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	39 734,98	34 404,94	28 239,35	50 318,35	28 480,46
Aktywa razem	30 961 451,40	28 730 101,72	23 743 300,20	24 628 523,92	54 856 467,10
PASYWA					
A. Kapitał (fundusz) własny	-1 991 192,81	-7 835 639,72	-13 705 577,53	-21 132 945,67	722 660,68
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	5 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)					
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)					
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy					
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	168,00				

VI. Pozostałe kapitały (fundusze rezerwowe)					
VII. Zysk (strata) netto z lat ubiegłych	-4 053,27	-1 996 192,81	-9 335 639,72	-15 205 577,53	-22 632 945,67
VIII. Zysk (strata) netto	-1 992 307,54	-7 339 446,91	-5 869 937,81	-7 427 368,14	21 855 606,35
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)					
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	32 952 644,21	36 565 741,44	37 448 877,73	45 761 469,59	54 133 806,42
I. Rezerwy na zobowiązania	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego					
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- długoterminowe					
- krótkoterminowe					
3. Pozostałe rezerwy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- długoterminowe					
- krótkoterminowe					
II. Zobowiązania długoterminowe	32 716 779,92	36 054 752,01	37 152 820,30	45 029 133,81	45 140 889,20
1. Wobec jednostek powiązanych					
2. Wobec pozostałych jednostek	32 716 779,92	36 054 752,01	37 152 820,30	45 029 133,81	45 140 889,20
a) kredyty i pożyczki	32 716 779,92	35 931 859,41	37 078 080,56	45 010 114,86	37 758 970,16
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych					
c) inne zobowiązania finansowe		122 892,60	74 296,94	17 708,95	7 376 943,69
d) inne			442,80	1 310,00	4 975,35
III. Zobowiązania krótkoterminowe	235 864,29	510 387,51	296 057,43	732 335,78	8 992 917,22
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	1 219 069,97
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,00	0,00	0,00	0,00	1 219 069,97
- do 12 miesięcy					1 219 069,97
- powyżej 12 miesięcy					
b) inne					
2. Wobec pozostałych jednostek	235 864,29	510 387,51	296 057,43	732 335,78	7 773 847,25
a) kredyty i pożyczki				526 306,32	4 305 810,43
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych					
c) inne zobowiązania finansowe		43 196,47	48 595,66	55 448,23	35 244,71
d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	50 628,22	92 564,10	33 758,26	31 284,43	1 341 505,68
- do 12 miesięcy	50 628,22	92 564,10		31 284,43	1 341 505,68
- powyżej 12 miesięcy					
e) zaliczki na otrzymane dostawy					24 390,24
f) zobowiązania wekslowe	62 730,69	105 569,18	117 599,00	56 352,15	
g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	43 727,75	106 474,01	93 316,71	59 422,35	387 448,00
h) z tytułu wynagrodzeń	78 777,63	162 583,75	2 787,80	3 522,30	102 227,20
i) inne					1 577 220,99
3. Fundusze specjalne					
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00	601,92	0,00	0,00	0,00
1. Ujemna wartość firmy					
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00	601,92	0,00	0,00	0,00

- długoterminowe					
- krótkoterminowe		601,92			
Pasywa razem	30 961 451,40	28 730 101,72	23 743 300,20	24 628 523,92	54 856 467,10

Analizowane okresy	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
A. Aktywa trwałe	165 049 617,87	163 852 765,34	162 907 042,37	162 904 763,71	162 539 011,82	162 539 011,82
I. Wartości niematerialne i prawne	617 457,46	480 534,42	367 768,57	367 768,57	2 016,68	2 016,68
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych						
2. Wartość firmy						
3. Inne wartości niematerialne i prawne	617 457,46	480 534,42	367 768,57	367 768,57	2 016,68	2 016,68
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne						
II. Rzeczowe aktywa trwałe	11 267 484,36	10 210 098,92	9 377 141,80	9 374 863,14	9 374 863,14	9 374 863,14
1. Środki trwałe	11 184 295,26	10 123 692,96	9 293 349,88	9 293 349,88	9 293 349,88	9 293 349,88
a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	946 716,64	933 855,52	923 137,97	923 137,97	923 137,97	923 137,97
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	9 798 344,40	8 893 658,87	8 152 561,07	8 152 561,07	7 860 234,76	7 860 234,76
c) urządzenia techniczne i maszyny	414 535,94	296 178,57	217 650,84	217 650,84	381 632,01	381 632,01
d) środki transportu	16 316,87				128 345,14	128 345,14
e) inne środki trwałe	8 381,41					
2. Środki trwałe w budowie	83 189,10	86 405,96	83 791,92	81 513,26	81 513,26	81 513,26
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie						
III. Należności długoterminowe	2 544,05					
1. Od jednostek powiązanych						
2. Od pozostałych jednostek	2 544,05					
IV. Inwestycje długoterminowe	153 162 132,00	153 162 132,00	153 162 132,00	153 162 132,00	153 162 132,00	153 162 132,00
1. Nieruchomości	29 278 000,00	29 278 000,00	29 278 000,00	29 278 000,00	29 278 000,00	29 278 000,00
2. Wartości niematerialne i prawne						
3. Długoterminowe aktywa finansowe	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00
a) w jednostkach powiązanych						
b) w pozostałych jednostkach	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00
* udziały lub akcje	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00	42 689,00
4. Inne inwestycje długoterminowe	123 841 443,00	123 841 443,00	123 841 443,00	123 841 443,00	123 841 443,00	123 841 443,00
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe						
B. Aktywa obrotowe	10 322 637,59	8 929 473,81	8 807 249,02	10 340 105,36	10 373 139,26	10 325 542,86
I. Zapasy	6 782 480,14	7 218 119,93	7 072 364,16	7 023 431,97	6 988 025,80	6 985 513,79

1. Materiały	1 316 495,29	1 312 932,56	1 312 376,06	1 105 037,68	1 105 037,68	1 105 037,68
2. Półprodukty i produkty w toku	4 673 965,22	4 771 656,85	5 045 660,55	5 230 250,93	5 071 743,50	5 071 743,50
3. Produkty gotowe	685 034,65	810 420,81	375 596,33	360 361,59	350 082,08	347 570,07
4. Towary	92 265,00	91 273,00	91 273,00	91 273,00	91 273,00	91 273,00
5. Zaliczki na dostawy	14 719,98	231 836,71	247 458,22	236 508,77	369 889,54	369 889,54
II. Należności krótkoterminowe	3 485 873,41	1 533 751,52	1 524 122,81	3 084 596,18	3 312 876,73	3 313 676,23
1. Należności od jednostek powiązanych	2 155 667,55	1 429 781,94			587,10	587,10
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty	2 155 667,55	1 429 781,94				
- do 12 miesięcy	2 155 667,55	1 429 781,94				
b) inne					587,10	587,10
2. Należności od pozostałych jednostek	1 330 205,86	103 969,58	1 524 122,81	3 084 596,18	3 312 289,63	3 313 089,13
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty	399 534,06	50 310,69	1 480 092,63	3 082 181,43	3 104 912,74	3 105 712,24
- do 12 miesięcy	399 534,06	50 310,69	1 480 092,63	3 082 181,43	3 104 912,74	3 105 712,24
- powyżej 12 miesięcy						
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	921 671,80	37 561,05	33 407,05		197 645,60	197 645,60
c) inne	9 000,00	16 097,84	10 623,13	2 414,75	9 731,29	9 731,29
d) dochodzone na drodze sądowej						
III. Inwestycje krótkoterminowe	12 004,15	14 096,39	13 172,93	34 488,09	72 236,73	26 352,84
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	12 004,15	14 096,39	13 172,93	34 488,09	72 236,73	26 352,84
a) w jednostkach powiązanych						
b) w pozostałych jednostkach						
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	12 004,15	14 096,39	13 172,93	34 488,09	72 236,73	26 352,84
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	12 004,15	14 096,39	13 172,93	34 488,09	72 058,18	26 174,29
- inne środki pieniężne					178,55	178,55
2. Inne inwestycje krótkoterminowe						
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	42 279,89	163 505,97	197 589,12	197 589,12		
Aktywa razem	175 372 255,46	172 782 239,15	171 714 291,39	173 244 869,07	172 912 151,08*	172 864 554,68*
PASYWA						
A. Kapitał (fundusz) własny	118 368 551,17	114 743 954,36	109 679 609,95	108 754 225,08	107 621 517,88	106 728 591,69
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	1 500 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00	1 500 000,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)						
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)						

IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	21 855 606,35	15 019 687,30	15 019 687,30	15 019 687,30	15 019 687,30	15 019 687,30
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	124 481 809,54	124 481 809,54	124 481 809,54	124 481 809,54	124 481 809,54	124 481 809,54
VI. Pozostałe kapitały (fundusze rezerwowe)						
VII. Zysk (strata) netto z lat ubiegłych	-22 632 945,67	-22 632 945,67	-26 257 542,48	-31 355 409,47	-32 247 271,76	-33 379 978,96
VIII. Zysk (strata) netto	-6 835 919,05	-3 624 596,81	-5 064 344,41	-891 862,29	-1 132 707,20	-892 926,19
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)						
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	57 003 704,29	58 038 284,79	62 034 681,44	64 490 643,99	65 656 385,09	66 501 714,88
I. Rezerwy na zobowiązania						
II. Zobowiązania długoterminowe	44 602 281,13	44 075 974,81	41 181 200,09	41 181 200,09	1 438 596,48	1 438 596,48
1. Wobec jednostek powiązanych						
2. Wobec pozostałych jednostek	44 602 281,13	44 075 974,81	41 181 200,09	41 181 200,09	1 438 596,48	1 438 596,48
a) kredyty i pożyczki	37 232 663,84	36 706 357,52	33 811 582,80	33 811 582,80	1 438 596,48	1 438 596,48
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych						
c) inne zobowiązania finansowe	7 369 617,29	7 369 617,29	7 369 617,29	7 369 617,29		
d) inne						
III. Zobowiązania krótkoterminowe	12 401 423,16	13 553 784,04	20 435 111,59	22 891 015,64	63 605 288,61	64 450 618,40
1. Wobec jednostek powiązanych	3 488 915,96	15 805,01			110 000,00	160 000,00
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:						
- do 12 miesięcy	308 135,96	15 805,01				
b) inne	3 180 780,00				110 000,00	160 000,00
2. Wobec pozostałych jednostek	8 912 507,20	13 537 979,03	20 435 111,59	22 891 015,64	63 495 288,61	64 290 618,40
a) kredyty i pożyczki	3 035 891,66	3 931 556,80	6 830 505,09	6 913 117,36	5 609 604,94	5 609 604,94
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych						
c) inne zobowiązania finansowe	7 326,40	221 611,96	220 203,38	220 203,38		
d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:						
- do 12 miesięcy	986 151,00	3 738 235,33	4 481 241,37	4 585 831,28	7 695 501,82	7 697 591,37
e) zaliczki na otrzymane dostawy	869 145,96	612 500,00	612 500,00	612 500,00	-24 142,72	-23 542,72
f) zobowiązania wekslowe						
g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	2 826 965,38	1 266 240,63	4 261 037,99	6 129 902,48	7 984 849,81	8 638 228,72
h) z tytułu wynagrodzeń	83 376,44	144 296,55	377 948,26	528 120,20	676 424,79	815 792,72
i) inne	1 103 650,36	3 623 537,76	3 651 675,50	3 901 340,94	41 553 049,97	41 552 943,37
3. Fundusze specjalne						

IV. Rozliczenia międzyokresowe		408 525,94	418 369,76	418 428,26	612 500,00	612 500,00
1. Ujemna wartość firmy						
2. Inne rozliczenia międzyokresowe		408 525,94	418 369,76	418 428,26	612 500,00	612 500,00
- długoterminowe					612 500,00	612 500,00
- krótkoterminowe		408 525,94	418 369,76	418 428,26		
Pasywa razem	175 372 255,46	172 782 239,15	171 714 291,39	173 244 869,07	173 277 902,97*	173 230 306,57*

*aktywa niezgodne z pastwami

Tabela 8 Rachunki zysków i strat Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o. za lata 2012-2020 wariant porównawczy

<i>Analizowane okresy</i>	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
A. Przychody netto ze sprzedaży	92 320,93	752 632,92	580 968,56	376 818,06
1.przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	18 938,06	75 756,57	97 967,68	54 475,63
2.zmiana stanu produktów (wzrost+/spadek)	43 200,76	574 619,86	335 378,99	295 420,57
3.koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	1 070,56	4 929,34	21 032,42	273,47
4.przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	29 111,55	97 327,15	126 589,47	26 648,39
B. Koszty działalności operacyjnej	749 700,98	6 955 235,69	5 367 986,16	5 959 658,75
1. Amortyzacja	326 344,24	2 673 546,97	2 592 647,28	2 335 899,21
2. Zużycie materiałów i energii	160 813,23	458 256,81	311 267,09	274 534,77
3. Usługi obce	63 250,22	2 089 410,65	259 203,73	1 264 359,36
4. Podatki i opłaty, w tym	29 415,76	333 725,14	333 635,68	292 333,22
-podatek akcyzowy				
5. Wynagrodzenia	85 607,87	1 052 187,02	1 504 025,61	1 514 665,00
6. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	17 227,32	227 409,22	303 883,42	216 961,33
7. Pozostałe koszty rodzajowe	51 200,27	106 212,95	62 453,95	60 905,86
8. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	15 842,07	14 486,93	869,40	
C. Zysk / Strata ze sprzedaży (A-B)	-657 380,05	-6 202 602,77	-4 787 017,60	-5 582 840,69
D. Pozostałe przychody operacyjne	9 172,76	501 975,96	758 091,22	39 413,15
1. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	4 243,90	164 165,01	670 633,08	16 666,67
2. Dotacje				
3. Inne przychody operacyjne	4 928,86	337 810,95	87 458,14	22 746,48
E. Pozostałe koszty operacyjne	179 535,82	99 211,25	123 877,84	17 829,29
1. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych				
2. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	151 755,95			
3. Inne koszty operacyjne	27 779,87	99 211,25	123 877,84	17 829,29
F. Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C+D-E)	-827 743,11	-5 799 838,06	-4 152 804,22	-5 561 256,83
G. Przychody finansowe	42 257,44	10 075,71	3 631,31	21,07
1. Dywidendy i udziały w zyskach				
<i>w tym od jednostek powiązanych</i>				
2. Odsetki	42 257,44	10 075,71	3 387,74	21,07
<i>w tym od jednostek powiązanych</i>				
3. Zysk ze zbycia inwestycji				
4. Aktualizacja wartości inwestycji				

5. Inne			243,57	
H. Koszty finansowe	1 206 821,87	1 549 684,56	1 720 764,90	1 866 132,38
1. Odsetki	679 197,24	1 549 643,89	1 719 661,82	1 798 761,22
<i>w tym od jednostek powiązanych</i>				
2. Strata ze zbycia inwestycji				
3. Aktualizacja wartości inwestycji				
4. Inne	527 624,63	40,67	1 103,08	67 371,16
I. Zysk / Strata brutto na działalności gosp. (F+G-H)	-1 992 307,54	-7 339 446,91	-5 869 937,81	-7 427 368,14
J Wynik zdarzeń nadzwyczajnych				
J1. Zyski nadzwyczajne				
J2. Straty nadzwyczajne				
K. Zysk / Strata brutto (I+J1-J2)	-1 992 307,54	-7 339 446,91	-5 869 937,81	-7 427 368,14
L. Podatek dochodowy				
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)				
N. Zysk / Strata netto (K-L-M)	-1 992 307,54	-7 339 446,91	-5 869 937,81	-7 427 368,14

Analizowane okresy	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
A. Przychody netto ze sprzedaży	4 476 256,71	9 161 968,77	6 540 048,41	1 732 681,50	186 488,58
1.przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	4 151 986,05	7 222 096,61	6 300 272,03	1 904 357,99	201 734,32
2.zmiana stanu produktów (wzrost+/spadek)	322 945,66	876 213,37	208 706,59	-172 544,05	-15 245,74
3.koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby		12 962,91	68,40		
4.przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	1 325,00	1 050 695,88	31 001,39	867,56	
B. Koszty działalności operacyjnej	7 958 005,81	12 273 042,98	8 289 539,38	6 113 169,59	1 081 282,72
1. Amortyzacja	2 098 415,99	1 987 495,90	1 238 182,10	945 722,97	
2. Zużycie materiałów i energii	1 441 407,71	2 054 749,90	977 506,00	66 606,59	51 044,74
3. Usługi obce	627 555,52	737 519,82	978 485,66	29 663,23	48 228,71
4. Podatki i opłaty, w tym	2 351 810,16	5 634 510,34	3 542 708,59	4 375 827,22	453 927,86
5. Wynagrodzenia	1 130 256,25	1 429 593,25	1 282 809,13	588 728,33	451 009,54
6. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	212 854,75	208 204,01	203 264,93	95 693,64	77 071,87
7. Pozostałe koszty rodzajowe	94 380,43	72 982,75	64 373,97	10 371,11	
8. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 325,00	147 987,01	2 209,00	556,50	
C. Zysk / Strata ze sprzedaży (A-B)	-3 481 749,10	-3 111 074,21	-1 749 490,97	-4 380 488,09	-894 794,14
D. Pozostałe przychody operacyjne	27 452 983,38	8 861,45	23 236,62	914,60	4 264,01
1. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	1,62	100,81	16 260,16	8,13	8,13
2. Dotacje					
3. Inne przychody operacyjne	27 452 981,76	8 760,64	6 976,46	906,47	4 255,88
E. Pozostałe koszty operacyjne	12 809,21	3 231 151,78	1 251 274,72	647 622,51	1 312,94
1. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych		2 506,59			
2. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych					
3. Inne koszty operacyjne	12 809,21	3 228 645,19	1 251 274,72	647 622,51	1 312,94
F. Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C+D-E)	23 958 425,07	-6 333 364,54	-2 977 529,07	-5 027 196,00	-891 843,07

G. Przychody finansowe	206,02	1 267 043,66	16,92		
1. Dywidendy i udziały w zyskach					
2. Odsetki			16,92		
3. Zysk ze zbycia inwestycji	206,00				
4. Aktualizacja wartości inwestycji					
5. Inne	0,02	1 267 043,66			
H. Koszty finansowe	2 103 024,74	1 769 598,17	647 084,66	37 148,41	19,22
1. Odsetki	2 103 024,74	482 758,89	606 639,54	37 148,41	19,22
2. Strata ze zbycia inwestycji					
3. Aktualizacja wartości inwestycji					
4. Inne		1 286 839,28	40 445,12		
I. Zysk / Strata brutto na działalności gosp. (F+G-H)	21 855 606,35	-6 835 919,05	-3 624 596,81	-5 064 344,41	-891 862,29
J Wynik zdarzeń nadzwyczajnych					
J1. Zyski nadzwyczajne					
J2. Straty nadzwyczajne					
K. Zysk / Strata brutto (I+J1-J2)	21 855 606,35	-6 835 919,05	-3 624 596,81	-5 064 344,41	-891 862,29
L. Podatek dochodowy					
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)					
N. Zysk / Strata netto (K-L-M)	21 855 606,35	-6 835 919,05	-3 624 596,81	-5 064 344,41	-891 862,29

Tabela 9 Rachunki zysków i strat Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" za lata 2021-2022 wariant kalkulacyjny

Analizowane okresy	31.12.2021	31.12.2022
A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym	304 810,54	265 342,16
od jednostek powiązanych		
1. Przychody netto ze sprzedaży produktów	304 810,54	265 342,16
2. przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów		
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym	675 782,61	313 078,71
od jednostek powiązanych		
1. Koszt wytworzenia produktów	675 782,61	313 078,71
2. Wartość sprzedanych towarów i materiałów		
C. Zysk / Strata brutto ze sprzedaży (A-B)	-370 972,07	-47 736,55
D. Koszty sprzedaży	2 214,48	2 377,35
E. Koszty ogólnego zarządu	759 556,22	842 790,12
F. Zysk (strata) na sprzedaży (C-D-E)	-1 132 742,77	-892 904,02
G. Pozostałe przychody operacyjne	54,08	1,46
1. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych		
2. Dotacje		
3. Inne przychody operacyjne	54,08	1,46
H. Pozostałe koszty operacyjne	18,51	2,22
1. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych		
2. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych		

3. Inne koszty operacyjne	18,51	2,22
I. Zysk / Strata na działalności operacyjnej (F+G-H)	-1 132 707,20	-892 904,78
J. Przychody finansowe		
K. Koszty finansowe		21,41
1. Odsetki		21,41
2. Strata ze zbycia inwestycji		
3. Aktualizacja wartości inwestycji		
4. Inne		
L. Zysk / Strata brutto na działalności gosp. (I+J-K)	-1 132 707,20	-892 926,19
M. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych		
M1. Zyski nadzwyczajne		
M2. Straty nadzwyczajne		
N. Zysk / Strata brutto (L+M1-M2)	-1 132 707,20	-892 926,19
O. Podatek dochodowy		
P. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)		
R. Zysk / Strata netto (N-O-P)	-1 132 707,20	-892 926,19

a) Ocena płynności finansowej w ujęciu statycznym

Płynność płatnicza jest to zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania swoich zobowiązań. Przedsiębiorstwa do regulowania swoich bieżących zobowiązań mogą wykorzystywać zasoby płynne, tj. aktywa obrotowe, które względnie zamieniane są na środki pieniężne.

Płynność finansowa stanowi szczególny przedmiot zainteresowania kadry zarządzającej przedsiębiorstwem, bowiem od jej zachowania zależy istnienie i rozwój firm. Znaczne zmniejszenie płynności stwarza ryzyko utraty wypłacalności długoterminowej i w konsekwencji może stać się przyczyną bankructwa. Z kolei zbyt duża płynność może powodować ograniczenie możliwości rozwojowych przedsiębiorstwa. Płynność, jako kryterium oceny finansowej przedsiębiorstwa, jest też przedmiotem uwagi wszystkich podmiotów pozostających w jego otoczeniu, a zwłaszcza: inwestorów w ocenie zdolności przedsiębiorstwa do pomnażania swojego bogactwa, wierzycieli przy badaniu możliwości bieżącej obsługi zadłużenia oraz jego spłaty w umownych terminach, jak również pracowników w zakresie utrzymania miejsc pracy w przyszłości oraz terminowych wypłat wynagrodzeń w oczekiwanej wysokości. Utrzymanie płynności finansowej jest, zatem niezmiennie ważne zarówno w krótkim okresie – warunkuje wówczas możliwość wywiązywania się z bieżących zobowiązań, jak i w długim okresie – determinuje bowiem rozwój przedsiębiorstwa i zdolność do przetrwania w kryzysowych warunkach²⁵.

Ważnym narzędziem w ocenie płynności finansowej są statyczne wskaźniki płynności. Opierają się one na danych otrzymywanych bezpośrednio ze sprawozdań finansowych, najczęściej bilansu. Do badania płynności w układzie statycznym służą stany zasobów środków obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych. Mierniki takie

²⁵Z. Golaś, A. Witczyk, *Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Journal of Agribusiness and Rural Development No 1(15) 2010, s. 84.

są konstruowane w ten sposób, aby były niezależne od rozmiarów przedsiębiorstwa i mogły służyć do porównywania różnego rodzaju podmiotów. Pozwalają także na obserwację zmian w czasie poziomu płynności w jednym przedsiębiorstwie nawet, gdy dochodzi do zmiany jego rozmiarów. W opracowaniu do oceny płynności przyjęto następującą procedurę:

- ❖ analizowane miary to: wskaźnik płynności bieżącej, wskaźnik wysokiej płynności, wskaźnik płynności gotówkowej
- ❖ wszystkie miary zostały policzone dla okresu 2012-2022
- ❖ wartości wskaźników porównano z poziomem normatywnym rekomendowanym w literaturze fachowej.

Wskaźnik bieżącej płynności (WBP), to podstawowy miernik zdolności przedsiębiorstwa, do spłaty jego zobowiązań bieżących. Obrazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami obrotowymi. Informuje o **potencjalnej zdolności** podmiotu do spłaty ciężących na nim w dniu pomiaru wskaźniku zobowiązań bieżących. Ogólnie przyjmuje się, że relacja ta powinna znajdować się w przedziale 1,5-2,0.

WZÓR:

$$WBP = \frac{\text{aktywa obrotowe}^*}{\text{zobowiązania bieżące}^{**}}$$

gdzie:

*w liczniku należy uwzględnić aktywa obrotowe pomniejszone o należności krótkoterminowe o okresie spłaty powyżej 12 miesięcy skorygowane o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, które nie mają zdolności do zamiany ich na środki pieniężne;

** w mianowniku uwzględnia się zobowiązania krótkoterminowe pomniejszone o te z okresem wymagalności powyżej 12 miesięcy oraz skorygowane o fundusze specjalne.

Wskaźnik wysokiej płynności (WWP) lub inaczej nazywany wskaźnik szybkiej płynności stanowi drugi, obok wskaźnika bieżącej płynności, ważny wskaźnik w ocenie płynności płatniczej przedsiębiorstwa. W konstrukcji wskaźnika dokonuje się jednej korekty w stosunku do omówionego wcześniej, a mianowicie licznik pomniejsza się o zapasy, przyjmując założenie, że jest to najmniej płynny (najtrudniej zamienialny na środki pieniężne) składnik aktywów bieżących. **Analiza na podstawie wskaźnika szybkiego często jest określana mocnym testem.** Przyjmuje się, że wskaźnik szybki na poziomie około 1,0 jest poprawny i wystarczający do zachowania płynności finansowej. Oznacza to, że należności krótkoterminowe i krótkoterminowe aktywa finansowe powinny w całości pokrywać zobowiązania krótkoterminowe. Podobnie jak dla wskaźnika bieżącego występują czasem znaczne różnice w interpretacji jego wartości. Wskaźnik wyższy oznacza nadpłynność, natomiast niższy – trudności w obsłudze bieżących płatności.

WZÓR

$$WWP = \frac{\text{aktywaobrotowe}^* - \text{zapasy}}{\text{zobowiązaniabieżące}^*}$$

gdzie:

*konstrukcja aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących jest analogiczna do tej zaprezentowanej we wskaźniku bieżącej płynności.

W opracowaniach teoretycznych pojawia się uwaga, że **interpretacji wskaźników płynności powinno dokonywać się łącznie**, tj. biorąc pod uwagę relacje zachodzące między nimi. Szczególnie istotne jest obserwowanie relacji zachodzących pomiędzy wskaźnikami płynności bieżącej i wysokiej. Zazwyczaj na pozytywną ocenę zasługuje przedsiębiorstwo, w którym różnica między wymienionymi wskaźnikami nie jest duża. Taka sytuacja świadczy o tym, że efektywnie gospodaruje się kapitałami zaangażowanymi w zapasach. Praktycznie tylko w jednym przypadku korzystną jest duża rozbieżność pomiędzy wskaźnikami – wówczas, gdy koszty utrzymania i finansowania zapasów są niższe niż wzrost ich cen w danym okresie. Wysoka inflacja może uzasadniać niższą od 1 wartość wskaźnika. Deprecjacja wartości pieniądza zniechęca, bowiem do utrzymywania wysokiego poziomu płynnych środków, gdyż z upływem czasu zmniejsza się ich realna wartość.

Wskaźnik płynności gotówkowej (WPG) to najrzadziej stosowany wskaźnik płynności. Prezentuje on relację środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w stosunku do zobowiązań bieżących. Brak środków pieniężnych na koncie nie oznacza wcale utraty płynności finansowej przez przedsiębiorstwo zwłaszcza, gdy ma ono zagwarantowany dopływ gotówki z regularnie inkasowanych należności. **Obliczanie wskaźnika płynności gotówkowej jest wskazane szczególnie w warunkach zatorów płatniczych, charakterystycznych dla polskich przedsiębiorstw.**

WZÓR

$$WPG = \frac{\text{środki pieniężne}}{\text{zobowiązaniabieżące}}$$

W literaturze wskaźnik ten jest często przedstawiany i obliczany, ale w praktyce jego przydatność jest mniejsza od dwóch poprzednio zaprezentowanych wskaźników płynności. Trudno określić normy dla tego wskaźnika, najczęściej spotyka się pogląd, iż wskaźnik płynności gotówkowej powinien przyjmować wartości 0,1-0,2. Wynika to z faktu, iż generalna zasada zarządzania gotówką mówi, że jej zasoby w przedsiębiorstwie powinny być ograniczone do niezbędnego minimum.

Poniżej zaprezentowano oszacowane wartości wskaźników płynności dla SFW "STARKA" sp. z o.o. Zgodnie z tym, co zapisano wcześniej, do oceny poziomu wskaźników wykorzystano normy prezentowane w literaturze z zakresu zarządzania finansami. W przypadku wskaźników płynności za negatywne uznaje się, gdy ich wartość jest znacząco *in minus* jak i *in plus* w stosunku do tego, co jest podawane w literaturze. Umiarkowana ocena to taka, gdy różnica pomiędzy tym, co występuje w przedsiębiorstwie a bazami odniesienia jest niewielka lub przedsiębiorstwo wykazuje pozytywną tendencję w zbliżaniu się do średniej.

Tabela 10 Obliczone wartości wskaźników płynności dla SFW "STARKA" sp. z o.o.

	2012	2013	2014	2015	2016
Wskaźnik płynności bieżącej	2238%	981%	1492%	1033%	124%
<i>Norma książkowa</i>	150%-200%				
Ocena	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna
Wskaźnik wysokiej płynności	903%	237%	116%	441%	61%
<i>Norma książkowa</i>	~100%				
Ocena	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna
Wskaźnik płynności gotówkowej	858%	36%	65%	13%	0%
<i>Norma książkowa</i>	10%-20%				
Ocena	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Pozytywna	Negatywna

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Wskaźnik płynności bieżącej	83%	66%	43%	45%	16%	16%
<i>Norma książkowa</i>	150%-200%					
Ocena	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna
Wskaźnik wysokiej płynności	29%	13%	8%	14%	5%	5%
<i>Norma książkowa</i>	~100%					
Ocena	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna
Wskaźnik płynności gotówkowej	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<i>Norma książkowa</i>	10%-20%					
Ocena	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna	Negatywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o. oraz G. Gołębiowski, A. Taczala, *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin, Warszawa 2009.

Wartość 32 z 33 wskaźników w analizowanym okresie została oceniona negatywnie z uwagi na ich niewłaściwy (odbiegający od norm) poziom.

b) Ocena rentowności

Produktywność jest fundamentem rentowności i dobrze jest, gdy produktywność jest wysoka i rośnie, ponieważ daje to szansę na rosnącą zyskowność. Prawdziwą sztuką zarządzania finansami jest utrzymywanie stabilnej produktywności i rosnącej zyskowności, natomiast nie każde przedsiębiorstwo pragnie „chwalić” się zyskami, co wyjaśnia między innymi teoria Modigliani–Miller’a wskazując m.in. na aspekt podatkowy – wyższe zyski, to większa kwota środków „oddana” do kasy państwa, a więc nie ma nic złego w generowaniu kosztów, które wspomagają rozwój przedsiębiorstwa a pozwalają płacić minimalne podatki. A zatem, w zależności od tego, jaką strategią kierują się przedsiębiorstwa, to zarówno (oficjalna, wynikająca ze sprawozdań finansowych) minimalna jak i wysoka zyskowność mogą zostać ocenione pozytywnie, natomiast na negatywną ocenę zasługuje permanentne osiągnięcie strat.

Do analizy rentowności zostaną wykorzystane:

- wskaźniki rentowności kapitału własnego (ROE)
- stopa zwrotu z aktywów (ROA);

Jedną z podstawowych miar w tej grupie jest **wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE)**, gdzie w liczniku znajduje się zysk netto będący najczęściej źródłem wypłaty dywidendy dla właścicieli. Ponadto wartość kapitału własnego będące reprezentacją wartości udziałów zależy wprost m.in. od wypracowanego przez przedsiębiorstwo zysku – zysk netto znajduje się w pasywach, jako element kapitałów własnych. ROE powszechnie utożsamiany jest również z oczekiwaną przez inwestorów stopą zwrotu, chociaż podejście to ma dużo ułomności wynikających z prawa bilansowego i podatkowego. W rzeczywistości, bowiem właściciele kapitału (udziałów) czerpią również korzyści w postaci wynagrodzeń stanowiących koszt przedsiębiorstwa i zmniejszających wynik netto, a więc realnie ich „rentowność” jest wyższa.

$$\text{WZÓR} \quad ROE = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przeciętny kapitał własny}^*}$$

* w literaturze nie ma zgody autorów, czy w mianowniku powinien znajdować się średni (przeciętny) kapitał własny, czy kapitał z końca okresu lub inny.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego wprost określa wielkość zysku (straty) netto przypadającą na jednostkę zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału własnego. Celowe obserwowanie jest zmian w czasie tej relacji oraz odnoszenie do rentowności alternatywnego miejsca ulokowania kapitału. Inwestor mógł ulokować swoje środki w sposób bezpieczny i przynoszący pewny zysk. Podejmując jednak ryzyko oczekuje większych korzyści z inwestycji w porównaniu z tzw. lokatami bezpiecznym, jak np. 52-tygodniowe bony skarbowe.

Kolejnym wskaźnikiem zaliczanym do tej samej grupy jest wskaźnik zwrotu z aktywów (ROA) określany również mianem **stopy zysku**, gdyż określa rentowność ekonomiczną przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten powszechnie uważa się za ogólną miarę wyników przedsiębiorstwa i porównuje się z roczną stopą procentową od pożyczanych środków, najczęściej z punkt odniesienia przyjmuje się cenę pieniądza na rynku międzybankowym (np. WIBOR 3M) powiększony o prowizję rzędu 1-2 pkt proc.

$$\text{WZÓR} \quad \text{stopa zysku (ROA)} = \frac{\text{zysko peracyjny}}{\text{przeciętne aktywa ogółem}}$$

Tabela 11 Obliczone wartości wskaźników rentowności SFW "STARKA" sp. z o.o.

	2012	2013	2014	2015	2016
Wskaźnik ROE	-	-	-	-	3024,3%
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna
Wskaźnik ROA	-6,43%	-25,55%	-24,72%	-30,16%	39,84%
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Wskaźnik ROE	-5,8%	-3,2%	-4,6%	-0,8%	-1,1%	-0,8%

Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna
Wskaźnik ROA	-3,90%	-2,10%	-2,95%	-0,51%	-0,66%	-0,52%
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna

Źródło: opracowanie własne

Ocena rentowności w badanym okresie z wyjątkiem roku 2016, jest oczywista i jednoznaczna z uwagi na to, iż przedsiębiorstwo w całym okresie czasu generowało wyłącznie ujemne wyniki finansowe, co przekłada się na wartości wskaźników.

c) Ocena zagrożenia bankructwem

Analiza dyskryminacyjna została po raz pierwszy wykorzystana w 1930 r. Początkowo ta technika statystyczna miała szerokie zastosowanie w naukach biologicznych²⁶. Pierwszy model prognozowania upadłości oszacowany został w 1932 roku. Jego twórcą był P. J. Fitz Patrick. Był to model jednowymiarowy, skonstruowany na podstawie analizy dyskryminacyjnej. Prace o podobnym zakresie w późniejszym czasie prowadzili także m.in. C.L. Mervin, W.H. Beaver oraz P. Weibel²⁷.

Modele dyskryminacyjne mogą być wykorzystywane w celu wczesnej identyfikacji symptomów pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Ich zadaniem jest generowanie informacji o zagrożeniu efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa i utracie zdolności płatniczej²⁸. W przypadku zastosowania analizy dyskryminacyjnej do prognozowania niewypłacalności model ma wskazać, czy badany podmiot znajduje się w grupie przedsiębiorstw o dobrej kondycji finansowej, czy też zaklasyfikowany został do grupy potencjalnych bankrutów.

O popularności modeli dyskryminacyjnych zadecydował zapewne fakt, że przy posiadaniu odpowiednich danych i oprogramowania zbudowanie modelu nie jest zbyt trudne ani pracochłonne, jego postać jest czytelna, przejrzysta, a interpretacja i wykorzystywanie wyników, przy przyjęciu odpowiednich założeń, nie są nadmiernie uciążliwe²⁹.

W literaturze wskazuje się modele wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej, które pozwalają prognozować zagrożenie upadłością przedsiębiorstwa nawet na pięć lat przed jego wystąpieniem. Najczęściej jednak stosuje się je do przewidywania bankructwa z wyprzedzeniem dwu- lub trzyletnim. Modele są budowane wyłącznie na podstawie danych (wielkości) mierzalnych, których dobór jest weryfikowany statystycznie. Ogranicza to subiektywizm i zmniejsza ryzyko niepoprawnego wnioskowania o zagrożeniu upadłością. Zaletą modeli jest dążenie do ograniczenia liczby wskaźników, które należy uwzględnić, do tych spośród nich, które mogą wnieść jak najwięcej informacji o kondycji przedsiębiorstwa. Modele zapewniają badanie wielu

²⁶ E.I. Altman, *Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA® models*, 2000, s. 5, dostępna: <http://www.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>

²⁷ P. Dec, *Dylematy weryfikacji i wyboru modelu predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, Referaty z VIII Kongresu Ekonomistów Polskich, 2007, s. 383.

²⁸ G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*, Wyd. Difin, Warszawa 2005, s. 157.

²⁹ D. Mirowska, M. Lasek, *Porównanie skuteczności modeli wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej służących prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw*, Optimum. Studia Ekonomiczne nr 1/2010, s. 74.

wskaźników jednocześnie, z uwzględnianiem współzależności między nimi, ale umożliwiają wyciąganie wniosków na podstawie jednej liczby – wartości zmiennej zależnej³⁰.

Obok licznych zalet, z których podstawowe wymieniono powyżej, dostrzegalne są również pewne wady analizowanych modeli. Nie są np. uwzględniane zmienne jakościowe. Nie dają one także możliwości przewidzenia bankructwa w sytuacji, gdy nie ma charakteru długotrwale rozwijającego się procesu, ale występuje nagle, wywołane pojawieniem się „niespodziewanego” czynnika (np. zajściem jakiegoś wydarzenia poza przedsiębiorstwem). W większości modeli brak jest również zróżnicowanej postaci funkcji dyskryminacyjnej w zależności od tego, z jakim wyprzedzeniem chcemy prognozować zagrożenie upadłością. Inną ujemną cechą modeli, na którą zwracają uwagę w literaturze liczni autorzy jest brak uniwersalności. Zdolności prognostyczne modeli są silnie uzależnione od uwarunkowań gospodarczych, w jakich był budowany model, np. choćby od kształtowania się przeciętnych wartości wskaźników finansowych i majątkowych w danej gospodarce. W związku z tym, konieczne okazuje się konstruowanie osobnych modeli dla przedsiębiorstw funkcjonujących w poszczególnych gospodarkach, uwzględniających zróżnicowanie warunków ekonomicznych³¹.

Dla specyficznych warunków polskiej gospodarki opracowano kilkadziesiąt modeli dyskryminacyjnych, które to systematycznie są aktualizowane w zakresie parametrów bądź konstruowane na nowo przy założeniu odmiennych zmiennych objaśniających.

Do analizy dyskryminacyjnej wykorzystano trzy popularne i powszechnie stosowane polskie modele tj. Model Mączyńskiej, model „poznański” oraz model Wierzbę.

Dodatkowo zastosowany został model E. Altmana, który uchodzi za jednego z największych autorytetów odnośnie badań nad upadłościami.

Uzupełnienie wspomnianych modeli dyskryminacyjnych stanowią modele B. Prusaka i oraz Gajdki i Stosa oraz model Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN (Z7), których praktyczne zastosowanie również wskazuje na wysoką ich skuteczność oraz przydatność.

Ocena na podstawie modeli dyskryminacyjnych przebiega w ten sposób, że obliczoną wartość modelu dla analizowanego przedsiębiorstwa porównuje się z przyjętą w modelu granicą niewypłacalności lub „szarą sferą”. Jeżeli wynik modelu jest niższy (lub wyższy – to zależy od konstrukcji modelu) niż rekomendowana granica, to przedsiębiorstwo uznaje się za „potencjalnego” bankruta, natomiast jeżeli wynik znajduje się w „szarej strefie”, to nie można jednoznacznie stwierdzić, czy jest to przedsiębiorstwo „zdrowe” (niezagrożone bankructwem), czy grozi jemu upadłość.

³⁰ K. Michaluk, *Efektywność modeli prognozujących upadłość przedsiębiorstw w polskich warunkach gospodarczych*, [w:] *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec procesów globalizacji*, t.3, *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzbę, Gdańsk 2003 s. 125.

³¹ M. Zaleska, *Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania*, Warszawa 2002 s. 96-98.

Opis modeli, zmiennych oraz parametrów znajduje się w cytowanych publikacjach, dlatego zostaną przedstawione tylko wyniki obliczeń.

Tabela 12 Obliczone wartości modeli dyskryminacyjnych prognozowania bankructwa dla SFW "STARKA" sp. z o.o.

	2012	2013	2014	2015	2016
Model Mączyńskiej	-98,31	-49,93	-50,97	-98,24	29,53
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $0 < X < 1$ – przedsiębiorstwo słabe, ale nie zagrożone upadłością $1 < X < 2$ – przedsiębiorstwo w dobrej kondycji $X > 2$ – przedsiębiorstwo w bardzo dobrej kondycji				
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna
Model „poznański“	-31,85	-50,68	-52,54	-91,83	-1,62
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością				
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna
Model Prusaka	-11,69	-13,65	-,85	-29,75	13,56
<i>interpretacja</i>	$X < -0,13$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $-0,13 < x < 0,65$ – „szara strefa” $X > 0,65$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością				
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna
Model Wierzby	-29,96	-25,13	-25,85	-46,07	11,94
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością				
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna
Model Altmana (EM-Score)	0,62	-1,39	-1,23	-1,16	4,50
<i>interpretacja</i>	$X < 1,10$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $1,10 < X < 2,60$ „szara strefa” $X > 2,6$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością				
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna
Model INE PAN (Z7)	10,98	2,67	4,27	0,64	7,54
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością				
ocena	pozytywna	pozytywna	pozytywna	pozytywna	pozytywna
Model Gajdki i Stosa	-14,02	-6,60	-7,00	-13,49	3,74
<i>interpretacja</i>	$X < 0,45$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0,45$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością				
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	pozytywna

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Model Mączyńskiej	-3,77	-2,47	-13,56	-12,47	-11,58	-8,79
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $0 < X < 1$ – przedsiębiorstwo słabe, ale nie zagrożone upadłością $1 < X < 2$ – przedsiębiorstwo w dobrej kondycji $X > 2$ – przedsiębiorstwo w bardzo dobrej kondycji					
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna
Model „poznański“	-0,35	-0,10	-15,56	-30,68	-24,57	-2,23
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością					

Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna
Model Prusaka	-2,82	-2,31	-7,85	-11,82	-9,63	-8,86
<i>interpretacja</i>	$X < -0,13$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $-0,13 < x < 0,65$ – „szara strefa” $X > 0,65$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością					
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna
Model Wierzby	-2,07	-1,44	-7,56	-10,35	-8,21	-7,45
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością					
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna
Model Altmana (EM-Score)	1,73	1,72	1,12	1,24	-0,36	-0,42
<i>interpretacja</i>	$X < 1,10$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $1,10 < X < 2,60$ „szara strefa” $X > 2,6$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością					
Ocena	szara strefa	szara strefa	szara strefa	szara strefa	negatywna	negatywna
Model INE PAN (Z7)	2,69	3,88	3,50	3,85	3,68	3,68
<i>interpretacja</i>	$X < 0$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością					
ocena	pozytywna	pozytywna	pozytywna	pozytywna	pozytywna	pozytywna
Model Gajdki i Stosa	0,05	0,19	-1,38	-2,56	-1,81	-1,50
<i>interpretacja</i>	$X < 0,45$ – przedsiębiorstwo zagrożone upadłością $X > 0,45$ – przedsiębiorstwo niezagrożone upadłością					
Ocena	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna	negatywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. o.o.

W powyższej tabeli zestawiono wyniki kalkulacji modeli dyskryminacyjnych dla SFW "STARKA" sp. z o.o. za lata 2012-2022.

Dla ułatwienia czytania tabeli poniżej dokonano zestawienia wyników w wersji uproszczonej, gdzie ocenie negatywnej przyznano punkt -1, braku oceny poziom 0 a ocenie dobrej 1 pkt.

Tabela 13 Zbiorcza charakterystyka wyników analizy dyskryminacyjnej prognozowania bankructwa dla SFW "STARKA" sp. z o.o.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Model Mączyńskiej	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Model „poznański”	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Model Prusaka	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Model Wierzby	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Model Altmana (EM-Score)	-1	-1	-1	-1	1	0	0	0	0	-1	-1
Model INE-PAN(Z7)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Model Gajdki i Stosa	-1	-1	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
SUMA	-5	-5	-5	-5	5	-4	-4	-4	-4	-5	-5

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników z tabeli 12

Analiza dyskryminacyjna wykazała, iż przewaga negatywnych wskazań modeli dyskryminacyjnych miała miejsce w prawie całym badanym okresie, wyjątkiem jest rok 2016 gdzie 5 z 7 wskazań to oceny pozytywne.

Dodatkowo poniżej przedstawiano zestawienie wartości wskaźników, wykorzystanych w badaniach Piotra Ciesielskiego³² dotyczących prognozowania upadłości dla polskich przedsiębiorstw. W toku swojego badania autor ten określił wartości progowe dla poszczególnych wskaźników, powszechnie wykorzystywanych i łatwych do wyliczenia, z uwagi na to, iż bazują one na sprawozdaniach finansowych. Na podstawie przeanalizowanych danych dotyczących rzeczywistych podmiotów autor wskazał na wartości progowe, które umożliwiają szybkie określenie ryzyka dla kontynuacji działalności badanego podmiotu. W zależności od charakteru wskaźnika, zagrożenie to występuje w przypadku przekroczenia wartości progowej, lub też w momencie uzyskania wartości niższej od granicznej.

W poniższej tabeli przedstawiono wyliczone wartości wskaźników dla SFW "STARKA" sp. z o.o. Wynika z niej, iż 66 z 99 wskaźników zostały ocenione negatywnie.

Tabela 14 Zestawienie wartości wskaźników Ciesielskiego dla SFW „STARKA” sp. z o.o.

Wskaźnik	Wartość graniczna	Pożądane wartości	2012	2013	2014	2015	2016
1 - zobowiązania bieżące / aktywa obrotowe	0,997	Poniżej wartości granicznej	0,04	0,10	0,07	0,10	0,81
2 - kapitał obrotowy / aktywa ogółem	0,012	Powyżej wartości granicznej	0,16	0,16	0,17	0,28	0,04
3 - kapitał obrotowy / aktywa obrotowe	0,014	Powyżej wartości granicznej	0,96	0,90	0,93	0,90	0,19
4 - aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące	1,003	Powyżej wartości granicznej	22,38	9,81	14,92	10,33	1,24
5 - aktywa obrotowe - zapasy - rozlicz. Międzyokresowe / zobowiązania bieżące	0,68	Powyżej wartości granicznej	8,86	2,30	1,06	4,34	0,61
6 - przychody ze sprzedaży / zobowiązania	5,653	Powyżej wartości granicznej	0,00	0,02	0,02	0,01	0,08
7 - zobowiązania ogółem / pasywa	0,753	Poniżej wartości granicznej	1,06	1,27	1,58	1,86	0,99
8 - kapitał własny / pasywa ogółem	0,229	Powyżej wartości granicznej	-0,06	-0,27	-0,58	-0,86	0,01
9 - wynik netto / aktywa ogółem	0,004	Powyżej wartości granicznej	-0,06	-0,26	-0,25	-0,30	0,40

Wskaźnik	Wartość graniczna	Pożądane wartości	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1 - zobowiązania bieżące / aktywa obrotowe	0,997	Poniżej wartości granicznej	1,20	1,52	2,32	2,21	6,13	6,24
2 - kapitał obrotowy / aktywa ogółem	0,012	Powyżej wartości granicznej	-0,01	-0,03	-0,07	-0,07	-0,31	-0,31

³² „Prognozowanie upadłości podmiotów gospodarczych w Polsce” P. Ciesielski, Rachunkowość 8/2005

3 - kapitał obrotowy / aktywa obrotowe	0,014	Powyżej wartości granicznej	-0,20	-0,52	-1,32	-1,21	-5,13	-5,24
4 - aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące	1,003	Powyżej wartości granicznej	0,83	0,66	0,43	0,45	0,16	0,16
5 - aktywa obrotowe - zapasy - rozlicz. Międzyokresowe / zobowiązania bieżące	0,68	Powyżej wartości granicznej	0,28	0,11	0,08	0,14	0,05	0,05
6 - przychody ze sprzedaży / zobowiązania	5,653	Powyżej wartości granicznej	0,16	0,11	0,03	0,00	0,00	0,00
7 - zobowiązania ogółem / pasywa	0,753	Poniżej wartości granicznej	0,33	0,34	0,36	0,37	0,38	0,38
8 - kapitał własny / pasywa ogółem	0,229	Powyżej wartości granicznej	0,67	0,66	0,64	0,63	0,62	0,62
9 - wynik netto / aktywa ogółem	0,004	Powyżej wartości granicznej	-0,04	-0,02	-0,03	-0,01	-0,01	-0,01

d) Ocena przedsiębiorstwa wg ratingu firmy StockWatch.

Dla inwestorów giełdowych traktujących nabycie walorów danego przedsiębiorstwa notowanego na GPW, jako dobra inwestycyjnego stabilność finansowa spółki jest sprawą zasadniczą. Na rynku jest wiele portali, które na bieżąco monitorują sytuację ekonomiczno-finansową emitentów pod kątem zagrożenia ich upadłością. Jednak w ocenie autora (wynikającej z praktyki stosowania w opiniach i raportach różnych ratingów) najbardziej wiarygodny i właściwy sposób oceny ewentualnych zagrożeń spółek publicznych i nienotowanych na GPW, jest rating prowadzony przez firmę StockWatch.pl, który pozwala bardzo łatwo ocenić, w jakiej grupie ryzyka jest dana spółka. Inwestor giełdowy dzięki analizie tego ratingu nie jest zmuszony do samodzielnego przedzierania się przez sprawozdania finansowe spółki, zestawiać wskaźników i porównywać wielu liczb, gdyż rating StockWatch.pl daje tę odpowiedź natychmiast. Zastosowanie metodologii firmy StockWatch.pl dla przedsiębiorstw niepublicznych wymaga jednak dokonania kilku przeliczeń, jednak nie jest to zadanie zbyt trudne.

Jak wynika ze informacji ze strony internetowej StockWatch.pl firma ta nadaje rating kredytowy spółkom z GPW na podstawie wskaźnika Altmana dostosowanego do realiów polskiego rynku. Jest to bardzo ważne, ponieważ w przeszłości zdarzało się, iż firmy, które przyjmując wprost z rynku amerykańskiego wskaźnik Altmana przygotowywały rankingi, które były chybione i wprowadzały inwestorów w błąd, co do kondycji danego podmiotu.

Podkreślić należy, iż Edward I. Altman z New York University bada problemy związane z bankructwami przedsiębiorstw od połowy lat 60 ubiegłego wieku. Pierwszą pracę, opartą o dane finansowe i wnioski powstałe na bazie 66 upadłych

amerykańskich firm produkcyjnych opublikował w 1968 roku. Od tamtego czasu testował i ulepszał model, opracowując też jego warianty dopasowane do różnych rynków. W miarę jak upadały kolejne firmy i poszerzał się zakres badań prowadzonych przez Altmana, gdyż okazało się, że wskaźnik opracowany pierwotnie dla firm produkcyjnych notowanych na NYSE nie sprawdza się dla firm prywatnych. Podobnie, rynki wchodzące zachowywały się inaczej z powodu innych warunków gospodarowania, tempa wzrostu, struktury kapitału czy funkcjonowania rynku kapitałowego niż rynek amerykański. Po latach szczegółowych badań powstały trzy warianty wskaźnika Altmana.

Tabela 15 Prezentacja zastosowań modeli Altmana



W ocenie StockWatch.pl prawidłowy wskaźnik dla Polski to Z''-score (nazywany też wcześniej w literaturze EM-Score), ponieważ nasz rynek jest rynkiem wschodzącym. Trzeba zaznaczyć, że oczywiście wskaźnik Altmana nie jest jedynym tego rodzaju narzędziem na rynku, jednak przez lata został uznany przez ekspertów za najprostszy (bazuje na niewielkiej liczbie parametrów) i najskuteczniejszy (trafność przewidywania kłopotów finansowych według doświadczeń na spółkach notowanych na GPW sięga 80 proc.).

Wskaźnik Altmana śledzi cztery parametry finansowe, uznane za najistotniejsze dla stabilności spółki:

- kapitał pracujący,
- zyski zatrzymane,
- zysk operacyjny,
- stopień pokrycia długu kapitałem własnym.

Z ponad czterdziestoletnich badań profesora Altmana nad upadłościami wynika, że właśnie te powyżej wskazane wielkości (pochodzące wprost ze sprawozdań finansowych i niewymagające skomplikowanych obliczeń ani założeń), zsumowane według wag dopasowanych w badaniach naukowych, wykazują najlepszą korelację z odsetkiem upadłości w badanej grupie. Dzięki konwersji przyjmowanych wartości na rating wg skali używanej przez agencję ratingową, od razu widać gdzie na skali stabilności znajduje się dana spółka.

Przyznanie konkretnego ratingu klasyfikuje spółkę do jednej z trzech grup: strefy bezpiecznej, niepewnej lub zagrożonej. **Wśród podmiotów zakwalifikowanych do grupy zagrożonej z 80% prawdopodobieństwem można mówić o zagrożeniu upadłości takiego podmiotu na przestrzeni kolejnych 2 lat.**

Zakwalifikowanie danej spółki do strefy zagrożonej nie musi automatycznie oznaczać jej rzeczywistej upadłości w niedalekiej przyszłości, gdyż firmy potrafią w różny sposób bronić się przed problemami, na przykład poprzez nową emisję akcji bądź sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi branżowemu bądź funduszowi. Jest to jednak następstwo trwałego zachwiania płynności i utraty zdolności do regulowania zobowiązań, które właśnie stara się z wyprzedzeniem wykryć wskaźnik Altmana.

Podkreślić należy, iż wskaźnik Altmana wykorzystywany był od dziesiątków lat przede wszystkim do oceny wiarygodności kredytowej poprzez wycenę długu korporacyjnego, jednak obecnie ma także zastosowanie do rynku akcji, gdzie pozwala odróżnić spółki silne od słabych. Każdemu poziomowi ratingu odpowiada poziom minimalnej premii za ryzyko, jaką musi zapłacić firma, aby zaciągnąć pożyczkę. Rating kredytowy szacuje wyłącznie prawdopodobieństwo spłaty zadłużenia i w związku z tym, nie ma nic wspólnego z ceną akcji.

Konstrukcja modelu Z"-Score Altmana wygląda następująco:

Z" - Score Altman

$$Z'' = 3,25 + 6,56 \cdot X_1 + 3,26 \cdot X_2 + 6,72 \cdot X_3 + 1,05 \cdot X_4$$

Tabela 16 Opis parametrów wchodzących w skład funkcji dyskryminacyjnej modelu Altmana

Parametr	Licznik	Mianownik
X1	Aktywa obrotowe – zobowiązania krótk.	Suma aktywów
X2	Zysk zatrzymany	Suma aktywów
X3	Zysk operacyjny	Suma aktywów
X4	Kapitał własny	Suma zobowiązań

Nawet niski rating (czerwony kolor na poniższym zestawieniu) nie oznacza, że spółka jutro zniknie albo jej kapitalizacja rynkowa automatycznie spadnie. Oprócz odczytu aktualnej wartości, ważna jest bowiem analiza dynamiki ratingu.

Tabela 17 Zestawienie interpretacji wartości funkcji Z"-Score oraz przypisanych im ratingów

Odpowiednik ratingowy wg skali S&P dla wskaźnika Altmana Z"-score		
formuła: $Z'' = 3,25 + 6,56 (X_1) + 3,26 (X_2) + 6,72 (X_3) + 1,05 (X_4)$		
stabilność	Rating Altmana	Wartość Z"-score
Strefa bezpieczna	AAA	8,15
	AA+	7,6
	AA	7,3
	AA-	7
	A+	6,85
	A	6,65
	A-	6,4
	BBB+	6,25
Strefa niepewna	BBB	5,85
	BBB-	5,65
	BB+	5,25
	BB	4,95
	BB-	4,75
	B+	4,5
Strefa zagrożona	B	4,15
	B-	3,75
	CCC+	3,2
	CCC	2,5
	CCC-	1,75
	D	0
źródło: In-Depth Data Corp., średnia z ponad 750 firm posiadających rating dla długu korporacyjnego. Na podstawie: E.I. Altman, E. Hotchkiss - Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, 3rd Edition, wydawnictwo Wiley & Sons		
© StockWatch 2012. Na licencji i za zgodą profesora Altmana		

Źródło: www.stockwatch.pl

Zastosowanie rating dla firm nienotowanych na giełdzie jest wiarygodny, a niski rating przedsiębiorstwa, a szczególnie nagłe jego obniżenie w krótkim okresie np. 6 miesięcy o 2-3 poziomy jest ważnym sygnałem dla instytucji finansowych, wierzycieli czy właścicieli o zagrożeniu bankructwem podmiotu. Poniżej autor przedstawi wartości funkcji dyskryminacyjnej modelu Z"-Score Altmana oraz przypisanych im ratingów Stockwatch.

Tabela 18 Wartości funkcji Z"-Score oraz przypisanych im ratingów dla SFW "STARKA" sp. z o.o.

	SFW "STARKA" sp. z o.o.	
	Wartość Z"-Score	Rating
2012	4,07	B-
2013	2,47	CCC-
2014	1,55	D
2015	1,06	D
2016	5,11	BB
2017	5,10	BB
2018	4,89	BB-
2019	4,25	B
2020	4,20	B
2021	2,58	CCC
2022	2,50	CCC

Z powyższej tabeli wynika, iż w latach 2012-2015 i 2021-2022 ratingi nadane Spółce plasowały ją w „strefie zagrożonej”, natomiast w latach 2016-2020 w „strefie niepewnej”.

e) Wartość majątkowa przedsiębiorstwa wg formuły Wilcoxa-Gamblera

Zaprezentowany poniżej szacunek wartości majątkowej wg formuły Wilcoxa-Gamblera jest *de facto* rozpatrzeniem sytuacji, w której pojawia się kryzys organizacyjny w SFW "STARKA" sp. z o.o., który przełożyłby się na konieczność przymusowej sprzedaży majątku i likwidacji Spółki. Autor stosując tą metodę dokonał sprawdzenia, czy w wyniku konieczności zbycia majątku w warunkach tzw. „sprzedaży wymuszonej” tj. po cenach likwidacyjnych Spółka byłaby w stanie zaspokoić wszystkie swoje zobowiązania (bez względu na termin ich wymagalności). Takie czysto teoretyczne założenie jest konieczne dla celów przedmiotowej opinii, gdyż uzasadnionym jest oszacowanie wartości likwidacyjnej dla „biznesu w działaniu, aby poznać dolną granicę wartości organizacji. Analogicznie, istotnym jest szacowanie wartości przedsiębiorstwa przy scenariuszu jego rozwoju w przyszłości, aby znać potencjał firmy i wyznaczać cele na przyszłość, jednak przy badaniu przedsiębiorstwa, wobec którego złożono wniosek o upadłość nie można formułować stwierdzeń w oparciu o hipotetyczne założenia, a należy dokonywać stwierdzeń opartych tylko i wyłącznie na „twardych” historycznie potwierdzonych danych.

Należy wskazać, iż dokonując badania autor sporządza opinię w oparciu o dane historyczne i według stanu na dzień jej sporządzania, jednak życie gospodarcze jest bardzo dynamiczne i bardzo szybko przedsiębiorstwo zdrowe (w oparciu o analizę dyskryminacyjną) może zostać dotknięte kryzysem, który może być wywołany zdarzeniami zarówno wewnętrznymi jak zewnętrznymi wskazanymi w tabeli poniżej.

Tabela 19 Wewnętrzne i zewnętrzne rodzaje przyczyn kryzysów w przedsiębiorstwach

Przyczyny kryzysu przedsiębiorstwa	
Wewnętrzne	Zewnętrzne (otoczenie ekonomiczne)
• zła strategia, • źle dobrane cele, • wysoki stopień wadliwości decyzji, • niewłaściwe kompetencje, • brak odpowiedniej kontroli finansowej, • zła organizacja wewnętrzna, • wysoki poziom kosztów, • charakter popytu, • ignorowanie roli wiedzy, rozwoju i postępu, • brak elastyczności (otwartości na zmiany), • zły klimat wewnątrz organizacji, • niewłaściwa struktura zatrudnionych pracowników stosunku do rzeczywistych potrzeb, • niewłaściwa kultura organizacyjna,	• recesja gospodarcza, • gwałtowne zmiany kosztów, zapasów, struktury, zysków, rynku, itd., • spadek popytu, • spadek produkcji, • wahania stóp procentowych, • ograniczona dostępność do kredytów/lub jej brak, • zmniejszony poziom eksportu, inwestycji biznesowych, itd., • zmiana warunków realizacji celów szczególności w ramach zjawisk i procesów ekonomicznych np. tempo wzrostu gospodarczego regionu, kraju; politykę

• źle zorganizowany system motywacyjny, • błędy w ramach organizacji systemu logistyki przedsiębiorstwa, • błędy w zarządzaniu finansami (koncentracja na zysku), • brak płynności finansowej, • wysoki poziom kosztów jednostkowych, • brak opracowanej strategii marketingowej, • słaba pozycja na rynku, • utrata kontroli nad wydatkami, zapasami i należnościami, niska produktywność.	ekonomiczną względem przedsiębiorstw, polityka fiskalna, poziom dochodu, • otoczenie techniczno-technologiczne: tempo zmian technologii, niski poziom elastyczności, niski stopień innowacyjności, itd. • złożenie wniosku o jego upadłość przez wierzycieli
--	--

Źródło: B. Barczak, K. Bartusik, *Kryzys w przedsiębiorstwie w kontekście aktualnych uwarunkowań gospodarczych* [w] A. Stabryła (red.), *Zarządzanie w kryzysie*, Kraków 2010, s. 16.

Dla celów niniejszej wyceny zastosowano formułę Wilcoxa-Gamblera, której wzór na określenie wartości likwidacyjnej jest następujący:

$$\text{Wartość majątkowa WG} = \acute{S}P + 0,7 * WKNR + 0,5 * WKAT - Z$$

gdzie:

- **ŚP** to środki pieniężne;
- **WKNR** to wartość księgowa należności, zapasów oraz długoterminowych i krótkoterminowych rozliczeń;
- **WKAT** to wartość księgowa pozostałych aktywów wraz z aktywami pozabilansowymi
- **Z** to zobowiązania i rezerwy na zobowiązania.

Dla SFW "STARKA" sp. z o.o. wskazane we wzorze kategorie aktywów i pasywów kształtowały się następująco:

Tabela 20 Wartość likwidacyjna SFW "STARKA" sp. z o.o.

	2012	2013	2014	2015	2016
ŚP	2 022 614,95	182 328,79	191 172,29	92 542,25	960,44
WKNR	3 255 509,24	4 823 972,76	4 225 099,54	7 476 021,59	11 114 213,47
WKAT	25 683 327,21	23 723 800,17	19 327 028,37	17 059 960,08	43 741 293,19
Z	32 952 644,21	36 565 741,44	37 448 877,73	45 761 469,59	54 133 806,42
WG	-15 809 509,19	-21 144 731,63	-24 636 621,58	-31 905 732,19	-24 482 249,96

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ŚP	12 004,15	14 096,39	13 172,93	34 488,09	72 236,73	26 352,84
WKNR	10 313 177,49	8 915 377,42	8 794 076,09	10 305 617,27	10 300 902,53	10 299 190,02
WKAT	165 047 073,82	163 852 765,34	162 907 042,37	162 904 763,71	162 539 011,82	162 539 011,82
Z	57 003 704,29	58 038 284,79	62 034 681,44	64 490 643,99	65 656 385,09	66 501 714,88
WG	32 751 061,01	30 142 958,46	25 587 865,94	24 210 158,04	22 895 989,32	22 003 576,88

Dla SFW "STARKA" sp. z o.o. po zastosowaniu metody majątkowej wg formuły Wilcoxa-Gamblera od roku 2017 otrzymano wyłącznie dodatnie wartości likwidacyjne. Oznacza to, iż Spółka byłaby w stanie zaspokoić wszystkie roszczenia swoich

wierzycieli w momencie natychmiastowej ich wymagalności i związanej z tym konieczności sprzedaży majątku z pozycji wymuszonej.

2. Oszacowanie wartości rynkowej SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości według metody skorygowanych aktywów netto

Wyceniający wskazuje, iż choć w sensie księgowym o wartości przedsiębiorstwa czy jego ZCP decydują wyłącznie jego aktywa, o tyle w ujęciu rynkowym aspekty wartości należy postrzegać szerzej.

WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA = WARTOŚĆ KSIĘGOWA JEGO SKŁADNIKÓW MAJĄTKOWYCH (AKTYWA) - ZOBOWIĄZANIA

Powyższy sposób określania wartości rynkowej przedsiębiorstwa mimo zgodności z przepisami prawa bilansowego nie jest słuszny w aspekcie realiów rynkowych, gdyż w żadnej mierze nie oddaje wartości godziwej rynkowej wycenianego przedsiębiorstwa.

Podkreślić należy, iż nie tylko teoretyczna wartość godziwa rynkowo, cena transakcyjna czy wycena giełdowa jest bardzo rzadko równa wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa określanym jako różnica pomiędzy wartością księgową aktywów a wielkością zobowiązań. Rozbieżność pomiędzy ceną rynkową, transakcyjną czy wyceną giełdową a wartością księgową (wyrażaną wielkością kapitałów własnych) wynika z faktu występowania w przedsiębiorstwach nadwartości rynkowej dodatniej tj. „goodwill” lub ujemnej „badwill”.

Wycena za pomocą metody skorygowanych aktywów netto zaliczanej do podejścia majątkowego jest najczęściej rekomendowaną metodą majątkową w przypadku szacowania wartości *fair market value*. Skorygowane aktywa netto to wartość wszystkich aktywów netto po korekcie, czyli aktualizacji tych pozycji bilansu, których wartość księgową jest nieadekwatna do aktualnej sytuacji rynkowej. Aktualizacja najczęściej dotyczy: wartości niematerialnych i prawa wieczystego użytkowania gruntów, nominalnej wartości udziałów w innych spółkach, wartości zapasów, należności (pod kątem ich windykacji), zobowiązań (pod kątem konieczności kalkulacji karnych odsetek).

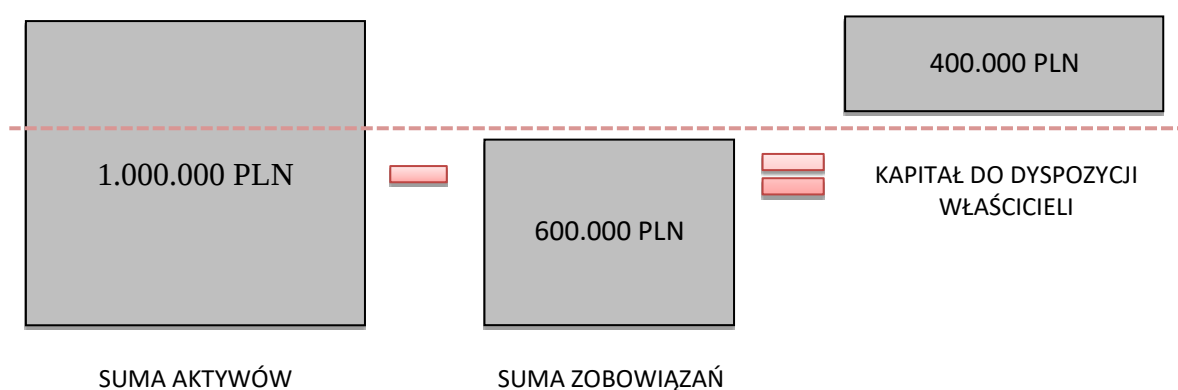
Metoda wartości skorygowanych aktywów netto należy do jedną z najbardziej znanych i de facto zawsze stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw w toku postępowań upadłościowych, co wynika z faktu, iż po dokonaniu spisu inwentarza Syndyk przystępuje do wyceny wszelkich składników majątku upadłego podmiotu z wykorzystaniem powołanych do tego celu rzeczoznawców.

Poprawne zastosowanie omawianej metody wymaga bezspornie sporej wiedzy, a przede wszystkim konsekwentnego przestrzegania obowiązującej procedury. Warto zaznaczyć, iż w przypadku aktualizacji wartości środków trwałych, takich jak wartość nieruchomości badanie przeprowadzane jest przez rzeczoznawcę majątkowego. Osoba ta przygotowuje szczegółowy operat szacunkowy, na podstawie którego

nanoszone są korekty odpowiednich środków trwałych³³, a w przypadku całych przedsiębiorstw w wykorzystaniem osób posiadających takie uprawnienia.

W swej istocie metoda księgowa i metoda skorygowanych aktywów netto są bardzo podobne. W obu tych metodach wartość kapitału własnego wyznaczana jest poprzez odjęcie od sumy aktywów wartości wszelkich zobowiązań i innych wierzytelności.

Rysunek 9 Generalna zasada wyceny kapitału własnego w metodzie księgowej i metodzie skorygowanych aktywów (PRZYKŁAD)



Elementem różnicującym te metody jest sposób postrzegania aktywów oraz zobowiązań. W metodzie księgowej bierze się pod uwagę wartości bilansowe, czyli wynikające ze sprawozdań finansowych. Występuje tutaj pełne przekonanie wyceniającego do systemu rachunkowości i sprawozdawczości finansowej przyjętym w przedsiębiorstwie oraz ustalonym przez organy ustalające te zasady (np. ministerstwo Finansów). Odmienne sytuacja ma się w odniesieniu do metody skorygowanych aktywów netto, gdzie aktywa oraz zobowiązania zidentyfikowane i wykazane w sprawozdaniach finansowych, jak również inne składniki majątku i kapitałów obcych nie uznawane przez system rachunkowości wyrażane są w wartościach rynkowych (godziwych). Przeszacowanie składników majątku i zobowiązań może być dokonane zarówno *in plus*, jak i *in minus*, co oznacza, że przykładowy środek trwały wykazany w księgach bilansowych rynkowo może być warto zarówno więcej, jak i mniej niż jest to zapisane w bilansie. Wszystko zależy od rodzaju aktywa, stopnia zużycia, jego rzadkości na rynku, innowacyjności, uniwersalności etc.

Autor wskazuje, iż zgodnie z wyrokiem Naczelnego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 24 lutego 2011 r. metoda wyceny wartości przedsiębiorstwa według wartości skorygowanych aktywów netto pozwala **na ustalenie "wartości rynkowej"**. Zasady określania wartości rynkowej rzeczy lub praw majątkowych, jakimi powinien kierować się także rzeczoznawca, nakazuje mu ich określenie na podstawie przeciętnych cen stosowanych w obrocie rzeczami tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem ich miejsca położenia, stanu i stopnia zużycia, oraz w obrocie

³³ M. Panfil (red.), *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Wyd. Poltext, Warszawa 2009, s. 16-17.

prawami majątkowymi tego samego rodzaju, z dnia powstania obowiązku podatkowego.

Zdaniem Naczelnego Sądu Administracyjnego w powyższym orzeczeniu nie należy całkowicie pomijać wartość księgową majątku przedsiębiorstwa. Stanowi ona dobry punkt wyjścia dla przeprowadzenia analizy tej wartości. Dokonuje się jej poprzez odpowiednie skorygowanie wartości majątku spółki w celu możliwie jak najbliższego przybliżenia go do wartości rynkowej. Dlatego stosuje się między innymi metodę skorygowanych aktywów netto. Od wyceny metodą wartości księgowej różni się ona tym, że zamiast księgowej wartości aktywów uwzględnia się wartość godziwą aktywów, czyli właśnie wartość skorygowaną. Dotyczy to nie tylko wartości rzeczowych aktywów trwałych, takich jak nieruchomości, ale także zapasów, należności i zobowiązań.

Wartość przedsiębiorstwa wycenianego metodą skorygowanej wartości aktywów netto stanowi sumę wartości aktywów stałych netto oraz aktywów obrotowych według aktualnych zapisów w bilansie, zweryfikowaną o rynkową wartość składników majątkowych i pozamajątkowych (tj. o korektę ich wartości „in plus” i „in minus” w stosunku do zapisów ewidencyjnych).

Wartość przedsiębiorstwa metodą skorygowanej wartości aktywów netto wylicza się przy zastosowaniu następującej formuły:

$$W_p = \left(\sum A \pm \sum K_A \right) - \left(\sum Z \pm \sum K_p \right)$$

Gdzie,

A – aktywa ogółem

Z – zobowiązania

K_A – korekta aktywów

K_P – korekta pasywów obcych

Skorygowane aktywa netto to wartość wszystkich aktywów netto po korekcie (aktualizacji) tych pozycji bilansu, które zostały uznane za nieadekwatne do aktualnej sytuacji rynkowej. Aktualizacja najczęściej dotyczy: wartości niematerialnych i prawa wieczystego użytkowania gruntów, nominalnej wartości udziałów w innych spółkach, wartości zapasów, należności (pod kątem ich windykacji), zobowiązań (pod kątem konieczności kalkulacji karnych odsetek). Metoda wartości skorygowanych aktywów netto należy do jednej z najbardziej znanych i najczęściej stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw.

W przypadku aktualizacji wartości środków trwałych, takich jak wartość nieruchomości czy stan maszyn i urządzeń, badanie takie przeprowadza najczęściej rzeczoznawca majątkowy oraz z zakresu wyceny maszyn i urządzeń. Osoba ta przygotowuje szczegółowy operat szacunkowy, na podstawie którego nanoszone są korekty odpowiednich środków trwałych³⁴.

Zgodnie z Ustawą o rachunkowości art. 3 ust. 1 pkt. 12 aktywa to zasoby majątkowe, które spełniają równocześnie następujące warunki: są kontrolowane przez jednostkę, mają wiarygodnie określoną wartość, powstały w wyniku zdarzeń

³⁴ M. Panfil (red.), *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Wyd. Poltext, Warszawa 2009, s. 16-17.

przeszłych, spowodują wpływ do jednostki korzyści ekonomicznych. Zasoby majątkowe przedsiębiorstwa mogą być klasyfikowane według różnych kryteriów (np. według okresu użytkowania, rodzaju, przeznaczenia). W rachunkowości podstawowym kryterium grupowania składników aktywów dla celów sprawozdawczych jest ich ujęcie zgodnie z zasadą rosnącej płynności, czyli możliwości i szybkości ich zamiany, w normalnych warunkach gospodarowania, na gotówkę. W pierwszej kolejności wykazuje się zatem aktywa o najniższej płynności, użytkowane w okresie dłuższym niż jeden rok (aktywa trwałe), a następnie składniki majątku o krótszym okresie użytkowania (aktywa obrotowe). Podstawowy podział aktywów na dwie grupy prezentuje poniższa tabela.

Tabela 21 Podział aktywów

Aktywa trwałe	Wartości niematerialne i prawne	• Koszty zakończonych prac rozwojowych • Wartość firmy • Inne wartości niematerialne i prawne
	Rzeczowe aktywa trwałe	• Środki trwałe • Środki trwałe w budowie
	Należności długoterminowe	
	Inwestycje długoterminowe	• Nieruchomości • Wartości niematerialne i prawne • Długoterminowe papiery wartościowe • Długoterminowe udzielone pożyczki
	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	• Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego • Inne rozliczenia międzyokresowe
Aktywa obrotowe	Zapasy	• Materiały • Półprodukty i produkty w toku • Produkty gotowe • Towary
	Należności krótkoterminowe	• Należności z tytułu dostaw i usług • Należności z tytułu podatków, ceł, dotacji
	Inwestycje krótkoterminowe	• Krótkoterminowe papiery wartościowe • Krótkoterminowe pożyczki • Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne
	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	

Źródło: J. Błażyńska, Majątek jednostki gospodarczej oraz jego ujęcie i prezentacja w rachunkowości, w: Rachunkowość finansowa. Teoretyczne podstawy, red. J. Samelak, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2006, s. 67.

Poniżej autor Opisu i oszacowania przystąpi do weryfikacji i określania wartości poszczególnych aktywów podlegających wycenie.

W przypadku wyceny przedsiębiorstwa upadłego dla celów toczącego się postępowania upadłościowego, wartość aktywów materialnych i niematerialnych i prawnych wchodzących w skład przedsiębiorstwa nie jest pomniejszana o wysokość zobowiązań obciążających masę upadłości, gdyż nabywca pozyskuje przedsiębiorstwo wolne od długów. Tym samym wskazać należy, iż w przypadku szacowania wartości przedsiębiorstwa upadłego metodą skorygowanych aktywów netto, wartość przedsiębiorstwa odpowiada wartości skorygowanych aktywów netto.

Do określenia wartości rynkowej poszczególnych składników majątkowych przedsiębiorstwa podlegających wycenie wykorzystane zostały następujące opracowania:

- Operat szacunkowy nieruchomości gruntowych w użytkowaniu wieczystym zabudowanych oznaczonymi w ewidencji gruntów numerami działek 3/33, 3/34, 3/65, 3/32, 3/73, 3/74, 3/75 z obrębu ewidencyjnego Pogodno 153 w Szczecinie województwo zachodniopomorskie z dnia 08.08.2023 r. sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego dr inż. Władysława Górkę nr uprawnień zawodowych 418
- Operaty oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego sporządzone przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę
- Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego z dnia 21.10.2023 r. sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Michała Wardyna
- Operaty oszacowania wartości rynkowej zapasów, produktów ubocznych i znaków towarowych sporządzone przez rzeczoznawcę majątkowego Przemysława Wardyna.

a) Określenie wartości rynkowej nieruchomości przynależnej do SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Autor wskazuje, iż nieruchomość stanowiąca składnik przedsiębiorstwa podlegająca wycenie w niniejszym opracowaniu została oszacowana przez rzeczoznawcę majątkowego dr inż. Władysława Górkę i ujęta w Operacie szacunkowym z dnia 08.08.2023 r.

Poniżej zaprezentowano wartość oszacowania nieruchomości, wynikającą z przedłożonego operatu szacunkowego.

Tabela 22 Wartość nieruchomości podlegającej wycenie wynikająca z operatu szacunkowego z dnia 08.08.2023 r. sporządzonego przez rzeczoznawcę majątkowego dr inż. Władysława Górkę

Lp.	Nr księgi wieczystej	Lokalizacja	Rodzaj nieruchomości	Powierzchnia [ha]	Nr działki	Zabudowa	Oszacowana wartość rynkowa
1	SZ1S/0010962 7/7	Obręb ewidencyjny Pogodno 153	Nieruchomość gruntowa W użytkowaniu wieczystym zabudowana	2,6846	3/32, 3/33	Zabudowa produkcyjna	38.552.000 zł
	SZ1S/0011674 1/4				3/34		
	SZ1S/0010049 4/2				3/73, 3/74, 3/75, 3/65		

Wobec powyższego wskazać należy, iż wartość rynkowa nieruchomości stanowiącej składnik przedsiębiorstwa podlegający wycenie w niniejszym opracowaniu wynosi 38.552.000,00 zł.

Zgodnie z powyżej wskazanymi operatami szacunkowymi sporządzonymi przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Górkę w dniu 08.08.2023 r. należy wskazać, iż występuje możliwość podziału funkcjonalnego nieruchomości stanowiących majątek SFW „STARKA” sp. z o.o. na dwie niezależne części tj.:

- produkcyjną, obejmującą nieruchomości objęte następującymi księgami wieczystymi:

- SZ1S/00109627/7 (dz. nr 3/32)
- SZ1S/00100494/2 (dz. nr 3/73,3/74,3/75),

o wartości rynkowej 20.247.000 zł,

- inwestycyjną (deweloperską), obejmującą nieruchomości objęte następującymi księgami wieczystymi:

- SZ1S/00109627/7 (dz. nr 3/33)
- SZ1S/00116741/4 (dz. nr 3/34)
- SZ1S/00100494/2 (dz. nr 3/65)

0 wartości rynkowej wynosi 18.305.000 zł.

Łączna wartość rynkowa nieruchomości wynosi 38.552.000 zł

b) Określenie wartości rynkowej środków trwałych i wyposażenia przynależnych do SFW „STARKA” sp. z o.o.

Autor wskazuje, iż wszystkie ruchomości stanowiące składniki przedsiębiorstwa podlegające wycenie w niniejszym opracowaniu zostały oszacowane przez rzeczoznawcę Waldemara Szyszkę na łączną **kwotę 1.349.603,10 zł.**

Tabela 23 Zestawienie operatów sporządzonych przez Waldemara Szyszkę

L.p.	Operat	Wartość oszacowania	Data operatu	Uwagi
1	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej” z dnia 17.04.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę <i>(obejmuje pozycje spisu inwentarza od 3 do 30)</i> .	103 980,50	17.04.2023	część ruchomości o wartości 16.485,25 zł wyłączona ze sprzedaży z przedsiębiorstwem
2	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej” z dnia 17.04.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę <i>(obejmuje pozycje spisu inwentarza od 31 do 70)</i> .	124 584,36	17.04.2023	część ruchomości o wartości 24.164,16 zł wyłączona ze sprzedaży z przedsiębiorstwem
3	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 5” z dnia 30.06.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę <i>(obejmuje pozycje spisu inwentarza od 71 do 141)</i> .	8 085,00	30.06.2023	
4	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 006” z dnia 25.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę <i>(obejmuje pozycje spisu inwentarza od 142 do 677)</i> .	48 277,70	25.08.2023	
5	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 007” z dnia 27.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę	323 980,00	27.08.2023	część ruchomości o wartości 60.400,00 zł wyłączona ze sprzedaży z przedsiębiorstwem

	(obejmuje pozycje spisu inwentarza od 678 do 722 oraz od 1782 do 1837).			
6	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 008” z dnia 29.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę (obejmuje pozycje spisu inwentarza od 723 do 1269).	651 249,60	29.08.2023	
7	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 009” z dnia 29.08.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę (obejmuje pozycje spisu inwentarza od 1270 do 1467).	37 769,94	29.08.2023	
8	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 010” z dnia 04.09.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę (obejmuje pozycje spisu inwentarza od 1468 do 1497).	1 370,00	04.09.2023	
9	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 015” z dnia 09.10.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę (obejmuje pozycje spisu inwentarza - uzupełniającego od 1760 do 1781).	43 500,00	09.10.2023	
10	Operat oszacowania wartości rynkowej majątku ruchomego „Oszacowanie wartości rynkowej – protokół 016” z dnia 25.09.2023 r., sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Waldemara Szyszkę (obejmuje pozycje spisu inwentarza - uzupełniającego od 1838 do 1861).	6 806,00	25.09.2023	
	Razem	1 349 603,10		

c) Określenie wartości rynkowej ruchomości w postaci sprzętu i wyposażenia biurowego znajdującego się w siedzibie spółki przy ul. Jagiellońskiej 63/64 w Szczecinie

Zgodnie z wyceną z dnia 21.09.2023 r. autorstwa Michała Wardyna łączna wartość sprzętu i wyposażenia biurowego znajdującego się w siedzibie spółki przy ul. Jagiellońskiej 63/64 w Szczecinie **wynosi 19.227,00 zł**

d) zapasy produktowe historyczne kwalifikujące się do uznania ich za kolekcjonerskie SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 20.10.2023 r. dokonanym przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowych zapasów produktowych historycznych kwalifikujących się do uznania ich za kolekcjonerskie SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **36.500,00 złotych netto.**

e) zapasy produktowe historyczne SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 20.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowych zapasów produktowych historycznych SFW STARKA Sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **16.656,00 złotych netto.**

f) zapasy produktowe SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości inne niż sygnowane marką STARKA oraz produktów innych producentów stanowiących pozostałości towarów handlowych

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 20.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowa zapasów produktowych SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości innych niż sygnowane marką STARKA oraz produktów innych producentów stanowiących pozostałości towarów handlowych na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **12.877,31 złotych netto.**

g) zapasy produktów oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach na produkcji SFW „STARKA” sp. z o.o.

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 14.11.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna aktualna wartość rynkowa zapasów produktowych oraz półproduktów nierozlanych do butelek, ale znajdujących się w zbiornikach na produkcji SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości na okoliczność jego ewentualnego zbycia w toku postępowania upadłościowego kształtuje się na poziomie **3.010.997,72 zł netto.**

h) zapasy surowki żytniej wraz z wszelkimi wartościami niematerialnymi i prawnymi przynależnymi do marki (nazwy) STARKA

Wyceniający wskazuje, iż wycena zapasów postarzałej surowki żytniej dokonana została w dniu 17.10.2023 r. przez Przemysława Wardyna zgodnie z którym:

Aktualna wartość rynkowa surowki żytniej wchodzącej w skład masy upadłości przy przyjęciu, iż są one nierozzerwalnie powiązane z wartością rynkową globalnej marki STARKA (znaki towarowe, nazwa handlowa, receptury, renoma i pozostałe przynależne do marki wartości niematerialne i prawne) i tym samym mogą być „przerobione” na wyroby sygnowane marką STARKA oraz po uwzględnieniu wszelkich kosztów tj. operacyjnych (akcyzy, stricte kosztów operacyjnych z wyłączeniem amortyzacji i kosztów podatków i opłat oraz kosztów przywrócenie zdolności produkcyjnej zakładu) i kosztów finansowych (kosztu pozyskania źródeł finansowania na zakupu surowki i półproduktów w okresie od zakupu do jej finalnej sprzedaży - wyceniający zakłada wariant optymistyczny 5 lat) kształtuje się na poziomie **63.316.279,37 złotych netto.**

Wyceniający wskazuje, iż w powyżej wskazanej wartości zawiera się wartość rynkowa alkoholu w postaci surowki żytniej, która w wypadku jej sprzedaży odrębnej tj. bez praw do szeroko pojmowanej marki STARKA należy określić na poziomie 15.281.326,60 zł oraz wartości rynkowej szeroko pojmowanej marki STARKA, która

kształtuje się na poziomie 48.034.952,77 zł i wyrażona jest aktualnie w całości w prawie do trzech znaków towarowych objętych zastawem rejestrowym. Wyceniający wskazuje, iż każdy z dwóch znaków towarowych słownych zawierających słowo STARKA ma wartość 16.011.650,93 zł, a znak słowno- graficzny STARKA PRESTIGE wartość 16.011.650,91 zł.

Konieczność wyodrębnienia wartości marki STARKA wynika z faktu, iż na trzech znakach towarowych (dwóch słownych i jednym słowno-graficznym) ustanowione są zastawy rejestrowe, co implikuje konieczność ustalenia odrębnych wartości dla samego alkoholu jak i dla marki STARKA, która z racji ustanowienia znakach towarowych zawierających nazwę STARKA powoduje, iż przyjąć należy, iż nadwyżka wartości wycenianego składnika majątku Upadłego podmiotu ponad jego wartość rynkowa postarzałej surówki żytniej przynależna jest do tych wartości niematerialnych i prawnych, na których ustanowiono zabezpieczenie w postaci zastawu rejestrowego.

Wyceniający podkreśla, iż powyższe rozdzielne przyporządkowanie globalnej wartości rynkowej do tych dwóch składników tj. alkoholu i szeroko pojmowanej marki STARKA w żadnej mierze nie oznacza, iż wyceniający uznaje za skuteczny i aktualny w stosunku do masy upadłości wykazane w rejestrze zastawów zabezpieczenie na tych trzech znakach towarowych STARKA. Wyceniający zastrzega, iż kwestia oceny prawnej aktualnego stanu zabezpieczania tj. czy zabezpieczenie jest aktualne i skuteczne w stosunku do majątku Upadłego nie może podlegać ocenie wyceniającego.

W związku z tym, iż zgodnie ze wskazaniem Syndyka zastawy te na moment sporządzania Opisu i oszacowania widnieją w rejestrze zastawów rejestrowych powoduje, iż wyceniający ma obowiązek ich wykazania i ujęcia w podziale ustalonej wartości przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości na wartość składników zabezpieczonych i niezabezpieczonych.

Szczegółowe uzasadnienie przyjętej metodyki zaprezentowane zostało szczegółowo w Raporcie z wyceny postarzałej surówki żytniej.

i) znaki towarowe inne z wyłączeniem znaków związanych z marką STARKA

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 17.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna łączna wartość rynkowa pakietu 16 znaków towarowych produktowych przynależnych do Szczecińskiej Fabryki Wódki Sp. z o.o. w upadłości kształtuje się na poziomie **8.274,00 złotych netto.**

j) wzory przemysłowe

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 17.10.2023 r. dokonany przez Przemysława Wardyna 2 wzory przemysłowe zostały wycenione na łączną kwotę w wysokości **2,00 złotych netto.**

k) odpad poprodukcyjny w postaci nalewów, próbek, zlewów oraz płynu chłodniczego

Zgodnie z oszacowaniem z dnia 15.11.2023 r. wartość rynkową alkoholu

stanowiącego odpad poprodukcyjny w postaci nalewów, próbek, zlewów oraz płynu chłodniczego, który nie posiada walorów handlowych i winien być oddany do utylizacji należy określić na poziomie **6.015,87 złotych netto**.

Określenie wartości rynkowej upadłego przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości

Autor Opisu i oszacowania jeszcze raz wskazuje, iż z oszacowania przedsiębiorstwa wyłączone zostały wszelkie pozostałe składniki majątkowe przedsiębiorstwa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości, które nie zostały wyraźnie (enumeratywnie) wyszczególnione powyżej.

Rzeczoznawca wskazuje, iż łączna określona w niniejszym Opisie i oszacowaniu nominalna wartość rynkowa składników majątkowych (nieruchomości, ruchomości, zapasów, znaków towarowych „STARKA” sp. z o.o. w upadłości wynosi 106.328.432,37 złotych netto, na co składają się następujące składowe:

- nieruchomości – 38.552.000,00 zł
- ruchomości – 1.349.603,10 zł
- ruchomości – wyposażenie biurowe – 19.227,00 zł
- zapasy produktowe historyczne kwalifikujące się do uznania ich za kolekcjonerskie – 36.500,00 zł
- zapasy produktowe historyczne – 16.656,00 zł
- zapasy produktowe inne niż sygnowane marką STARKA – 12.877,31 zł
- zapasy produktów i półproduktów znajdujących się w zbiornikach - 3.010.997,72 zł
- zapasy surowki żytniej i marki STARKA – 63.316.279,37 zł
- znaki towarowe – 8.274,00 zł
- wzory przemysłowe – 2,00 zł
- odpady poprodukcyjne – 6.015,87 zł

Poniżej w tabeli wyceniający zaprezentował rozkład wartości poszczególnych grup składników podlegających wycenie w globalnej wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa Upadłego.

Tabela 24 Rozkład wartości poszczególnych grup składników podlegających wycenie w globalnej wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa Upadłego.

Lp.	Składniki majątkowe	Określona wartość rynkowa SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości	Udział % poszczególnych grup składników wchodzących w skład SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w sumie wartości
	Ogół składników SFW „STARKA” sp. z o.o. w upadłości w tym:	106 328 432,37	100,0000000000%
1	nieruchomości zabezpieczone (obciążone) hipoteką	38 552 000,00	36,2574705003%
2	zabezpieczone wartości niematerialne i prawne w postaci szeroko pojmowanej marki STARKA wynikające z zastawu rejestrowego na trzech znakach towarowych	48 034 952,77	45,1760189625%
3	niezabezpieczone (nieobciążone) składniki majątkowe	19 741 479,60	18,5665105372%

VII. Zastrzeżenia dotyczące Opisu i oszacowania (raportu):

1. Niniejszy Opis i oszacowanie (raport) nie może być wykorzystany do żadnego innego celu niż określony i nie może być publikowany w całości w jakimkolwiek dokumencie bez zgody wykonawcy i bez uzgodnienia z nim formy i treści takiej publikacji.
2. Autor zastrzega, iż wszelkie informacje dotyczące składników majątkowych podlegających niniejszej wycenie tj. ich skład, wartość rynkowo nieruchomości wynikają informacji otrzymanych od Zleceniodawcy i w związku z tym, nie podlegały one odrębnej wycenie przez wyceniającego, co powoduje, iż autor nie bierze na siebie odpowiedzialności zarówno za ich obecny stan jak i adekwatność wskazanej wartości rynkowej.
3. Autor nie bierze na siebie odpowiedzialności za wady ukryte i ewentualne skutki wykorzystania Opisu i oszacowania (raportu).
4. Autor wyceny wskazuje, iż w wypadku, gdyby w toku prowadzenia procedury sprzedaży całego przedsiębiorstwa Upadłego z doszło do konieczności wyłączenia z niej jakiegoś składnika majątkowego z dowolnego powodu (wyłączenia z masy upadłości, konieczności zbycia, utylizacji itp.) to jednostkowa wartość tego składnika winna zostać ustalona w ujęciu procentowym w relacji do ceny oszacowania całego przedsiębiorstwa i następnie skorygowana tym określonym wskaźnikiem do ceny ustalonej w przetargu i o tak ustaloną kwotę należy pomniejszyć cenę sprzedaży przedsiębiorstwa wynikającą z wyboru oferty w trybie przetargowym.

OŚWIADCZENIE SYNDYKA Macieja Kasprzyka Syndyk Masy Upadłości Szczecińskiej Fabryki Wódek „STARKA” sp. z o.o. w Szczecinie z dnia 31 października 2023 r.

Działając jako syndyk masy upadłości SFW STARKA Sp. z o.o. w Szczecinie wskazuję, że zgodnie z posiadaną wiedzą na majątku upadłej Spółki nie są ustanowione żadne zabezpieczenia w postaci wpisów do rejestru zastawów skarbowych.

Jednocześnie informuję, że:

- w Rejestrze Zastawów Sądowych widnieje 10 wpisów - ich odpisy dołączone zostały do niniejszego oświadczenia;*
- na nieruchomościach Upadłego dokonano wpisów szeregu hipotek, których zestawienie również przedstawione zostało w dołączonych wydrukach działu IV treści ksiąg wieczystych prowadzonych przez Sąd Rejonowy Szczecin-Prawobrzeże i Zachód w Szczecinie, X Wydział Ksiąg Wieczystych dla ksiąg o numerach KW SZ1S/00109627/7, SZ1S/00116741/4 oraz SZ1S/00100494/2.*

Wskazuję równocześnie, że podjęte przeze mnie do tej pory czynności ujawniły okoliczności, które mogą w mojej ocenie stanowić podstawę uznania części ze wskazanych powyżej zabezpieczeń za bezskuteczne. Ostateczna weryfikacja tej kwestii dokonana zostanie w toku postępowania upadłościowego.

Tabela 25 Wyciąg z rejestru zastawów

L.p.	Numer pozycji rejestru	Sygn. akt	Data złożenia wniosku o wpis	Data wydania postanowienia o wpisie	Data dokonania wpisu do rejestru	Zastawnik	Zastawca	Dłużnik	Przedmiot zastawu	Wartość przedmiotu zabezpieczenia
1	22361830	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 1723/13/633	05.06.2013	10.07.2013	10.07.2013	STARNBERG INVESTMENT GROUP	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Wierzytelność pieniężna na rzecz Bank Zachodni WBK S.A. umowa o prowadzenie rachunków bankowych z dnia 28.12.2012 r, rachunek o nr 98 1090 1102 0000 0001 2035 3514	6 315,90 zł
2	2362245	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 1722/13/232	05.06.2013	15.07.2013	15.07.2017	STARNBERG INVESTMENT GROUP	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Wierzytelność pieniężna na rzecz Bank Zachodni WBK S.A. umowa o prowadzenie rachunków bankowych z dnia 09.01.2013 r. nr 34 1090 1102 0000 0001 2040 6561	605 625,82 zł
3	2364152	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 1724/13/034	05.06.2013	29.07.2013	29.07.2013	STARNBERG INVESTMENT GROUP	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Wierzytelność pieniężna na rzecz Bank Zachodni WBK S.A. umowa o prowadzenie rachunków bankowych z dnia 28.12.2012 r. rachunek w USD nr 09 1090 1102 0000 0001 2035 3564	100 USD
4	2406416	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 1618/14/219	15.05.2014	01.07.2014	01.07.2014	STARNBERG INVESTMENT GROUP	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Wierzytelność pieniężna na rzecz Bank Zachodni WBK S.A. umowa o prowadzenie rachunków bankowych z dnia 09.01.2013 r. nr 34 1090 1102 0000 0001 2040 6561	323 313,06 zł
5	2415852	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 2539/14/232	25.07.2014	18.09.2014	18.09.2014	STARNBERG INVESTMENT GROUP	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Wierzytelność pieniężna na rzecz Bank Zachodni WBK S.A. umowa o prowadzenie rachunków bankowych z dnia 28.12.2012 r. nr 98 1090 1102 0000 0001 2035 3514	7 078,48 zł
6	2415854	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 2544/14/548	28.07.2014	18.09.2014	18.09.2014	STARNBERG INVESTMENT GROUP	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Wierzytelność pieniężna na rzecz Bank Zachodni WBK S.A. umowa o prowadzenie rachunków bankowych z dnia 28.12.2012 r. nr 09 1090 1102 0000 0001 2035 3564	0,01 USD (0,03 zł) na dzień 27.04.2014 r.

L.p.	Numer pozycji rejestru	Sygn. akt	Data złożenia wniosku o wpis	Data wydania postanowienia o wpisie	Data dokonania wpisu do rejestru	Zastawnik	Zastawca	Dłużnik	Przedmiot zastawu	Wartość przedmiotu zabezpieczenia
7	2464359	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 2806/15/372	13.08.2015	22.09.2015	23.09.2015	RAIFFEISEN BANK POLSKA S.A.	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	Brak wpisów	Inne zbiory rzeczy lub praw stanowiących organizacyjną całość chociażby jego skład był zmienny. Środki trwałe w postaci maszyn i urządzeń do produkcji alkoholu	252 392,17 zł na dzień 31.07.2015 r.
8	2502874	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 2020/16/803	19.07.2016	26.08.2016	26.08.2016	YASMEA LIMITED	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	IMPRESSION INVEST S.A.	Prawo z rejestracji znaku towarowego. Znak słowny "STARKA" R.071735 25.04.1991 r.	97 500 000,00 zł
9	2502875	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 2019/16/091	19.07.2016	26.08.2016	26.08.2016	YASMEA LIMITED	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	IMPRESSION INVEST S.A.	Prawo z rejestracji znaku towarowego. Znak słowny "STARKA" R.151785 28.06.2000 r.	97 500 000,00 zł
10	2505502	SZ.XIV.Ns-Rej. Za 2018/16/690	19.07.2016	19.09.2016	19.06.2016	YASMEA LIMITED	Szczecińska Fabryka Wódek "STARKA" sp. z o.o.	IMPRESSION INVEST S.A.	Prawo z rejestracji znaku towarowego. Znak słowno-graficzny "STARKA" R.262988 05.02.2013r.	97 500 000,00 zł

