

**OPINIA W PRZEDMIOCIE USTALENIA OPTIMALNEGO POSTĘPOWANIA
INSOLWENCYJNEGO URSUS S.A.**

Katowice, 26 lipca 2021 r.

KUBICZEK MICHALAK SOKÓŁ sp. z o.o.

ul. Wrocławska 54, 40-217 Katowice

t: +48 32 308 0000

ul. Żąbkowska 31, 03-736 Warszawa

t: +48 22 122 02 50

e: info@kubiczekm.com

w: kubiczekm.com

NIP: 9542795070

REGON: 380871269

Sąd Rejonowy Katowice-Wschód w Katowicach

Wydział VIII Gospodarczy – Nr KRS 0000742548

Kapitał zakładowy 6 000,00 zł

KONKLUZJE GENERALNE

W kontekście wyboru optymalnej ścieżki postępowania insolwencyjnego, mając na uwadze ogłoszenie upadłości URSUS S.A. i odmowę otwarcia postępowania sanacyjnego, w toku prac analityczno-badawczych ustalono, że:

- URSUS S.A. przedstawił w treści wniosku sanacyjnego oraz wstępnego planu restrukturyzacyjnego całokształt planowanych działań, który **nie budzi z-ekonomicznego i menedżerskiego punktu widzenia- wątpliwości**,
- propozycje układowe URSUS S.A. stanowią o potencjalnie **wysokim zaspokojeniu wierzycieli zabezpieczonych oraz niezabezpieczonych**, tj. nawet w przypadku wierzycieli niezabezpieczonych na poziomie min. 50% należności głównej (nieosiągalne w przypadku postępowania upadłościowego),
- w toku postępowania upadłościowego, uwzględniając możliwe wpływy z likwidacji majątku URSUS S.A. oraz koszty postępowania upadłościowego zaspokojeni zostaliby w pewnej części wierzyciele zabezpieczeni, zaś **niezabezpieczeni zostaliby zaspokojeni wyłącznie w szczątkowym zakresie**,
- w toku postępowania upadłościowego wierzyciele URSUS S.A. zostaliby średnio rzecz biorąc zaspokojeni na poziomie (szacunkowo) zaledwie **28,2%**, przy czym w ogromnej większości byłiby to wierzyciele zabezpieczeni,
- otwarcie postępowania sanacyjnego przynieść może nie tylko wymierne (bezpośrednie) korzyści dla wierzycieli URSUS S.A., **ale również korzyści pośrednie, jak utrzymanie przedsiębiorstwa, zachowanie miejsc pracy, etc.**,
- ewentualne postępowanie sanacyjne URSUS S.A. **ma wysokie szanse osiągnięcia celu postępowania restrukturyzacyjnego** określonego w art. 3 prawa restrukturyzacyjnego,
- szanse na zaspokojenie wierzycieli URSUS S.A. **w żaden sposób nie uległyby zmniejszeniu w razie otwarcia postępowania sanacyjnego**,
- **otwarcie postępowania sanacyjnego nie łączyłoby się z pokrzywdzeniem wierzycieli, o którym w art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego**, tj. nie spełniłyby się przesłanki pokrzywdzenia wierzycieli określone w art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego.

O AUTORZE

Jakub Michalak – licencjonowany doradca restrukturyzacyjny, czynnie wykonujący funkcje syndyka masy upadłości oraz zarządcy w postępowaniach sanacyjnych, biegły sądowy na liście prowadzonej przez prezesa Sądu Okręgowego w Katowicach. Doradza przedsiębiorcom i menedżerom w zakresie strategii restrukturyzacyjnych w sytuacji zagrożenia niewypłacalnością lub niewypłacalności. Członek Krajowej Izby Doradców Restrukturyzacyjnych oraz Sekcji Prawa Upadłościowego Instytutu Allerhanda. Specjalizuje się w zagadnieniach związanych z wyceną przedsiębiorstw na potrzeby postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych, w tym zwłaszcza na potrzeby przygotowanej likwidacji (pre-pack). Uczestniczył w procesie sporządzania ponad czterdziestu zaawansowanych wycen podmiotów z różnych branż (w tym kilkunastu dla potrzeb pre-packu).

Ustanowiony jako biegły sądowy z zakresu:

1. wyceny przedsiębiorstw, w tym na potrzeby postępowań upadłościowych, przygotowanej likwidacji (pre-pack) oraz restrukturyzacyjnych,
2. wyceny szkody w obrocie gospodarczym, w tym utraconych korzyści,
3. określenia momentu wystąpienia przesłanek do ogłoszenia upadłości na potrzeby postępowań w przedmiocie odpowiedzialności członków zarządu spółek z ograniczoną odpowiedzialnością z art. 299 kodeksu spółek handlowych oraz członków zarządu spółek prawa handlowego w związku z art. 116 ordynacji podatkowej oraz z art. 21 i 373 prawa upadłościowego, a także momentu wystąpienia stanu zagrożenia niewypłacalnością w kontekście art. 300-302 kodeksu karnego,
4. szacowania wartości szkody wierzycieli w postępowaniach z art. 299 kodeksu spółek handlowych., a także w kontekście art. 373 prawa upadłościowego,
5. badania racjonalności i zasadności decyzji zarządczych w związku z odpowiedzialnością karną, o której w art. 296 kodeksu karnego w związku art. 308 kodeksu karnego, a także ustalania dopuszczalnych ram ryzyka gospodarczego, charakterystycznego dla otoczenia przedsiębiorstwa/jednostki gospodarczej.

Czynnie wykonuje zawód syndyka, zarządcy, doradcy restrukturyzacyjnego. Prowadzi również działalność doradczą w zakresie restrukturyzacji przedsiębiorstw, w tym z wykorzystaniem narzędzi prawa upadłościowego i prawa restrukturyzacyjnego.

SPIS TREŚCI

KONKLUZJE GENERALNE	2
O AUTORZE	3
SPIS TREŚCI	4
SŁOWNICZEK	5
WPROWADZENIE	6
ROZDZIAŁ I: PRZESŁANKI ROZSTRZYGNĘCIA SĄDU W ZAKRESIE WYBORU POSTĘPOWANIA INSOLWENCYJNEGO	7
1. Wprowadzenie	7
2. Zbieg wniosków insolwencyjnych	8
3. Przesłanka z art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego	9
4. Podstawy ekonomicznej oceny przesłanki z art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego 15	
ROZDZIAŁ II: EFEKTYWNOŚĆ POSTĘPOWAŃ UPADŁOŚCIOWYCH WRAZ Z SYMULACJĄ ZASPOKOJENIA WIERZYCIELI URSUS S.A. W TOKU POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWEGO	18
1. Efektywność postępowań upadłościowych – wartość aktywów w toku upadłości..	18
2. Założenie trybu likwidacji masy upadłości URSUS S.A.	24
3. Szacunkowa wartość masy upadłości URSUS S.A.	24
4. Preliminarz kosztów postępowania upadłościowego	27
5. Kalkulacja zaspokojenia wierzycieli URSUS S.A.	29
ROZDZIAŁ III: ZAŁOŻENIA RESTRUKTURYZACJI URSUS S.A. W TOKU POSTĘPOWANIA SANACYJNEGO WRAZ Z OCENĄ MOŻLIWEGO ZASPOKOJENIA WIERZYCIELI	30
1. Rys historyczny	30
2. Aktualna struktura dłużnej spółki, przedmiot działalności	30
3. Geneza trudnej sytuacji finansowej	32
a. Czynniki zewnętrzne	34
b. Czynniki wewnętrzne	35
4. Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej Dłużnika	36
5. Założenia wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego oraz wstępnego planu restrukturyzacyjnego	37
ROZDZIAŁ IV: KONKLUZJE W KONTEKŚCIE ZESTAWIENIA KORZYŚCI WIERZYCIELI W TOKU POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWEGO ORAZ POSTĘPOWANIA SANACYJNEGO	46
1. Uwagi ogólne	46
2. Zaspokojenie wierzycieli - zestawienie postępowania upadłościowego i sanacyjnego 46	
3. Szanse na osiągnięcie celu postępowania restrukturyzacyjnego	48
4. Ryzyko zmniejszenia szans na zaspokojenie wierzycieli	50
5. Pozostałe uwagi	50
ROZDZIAŁ V: OGRANICZENIA OPINII I ZASTRZEŻENIA AUTORA OPINII	52
1. Ograniczenia opinii i zastrzeżenia autora opinii	52
2. Oświadczenia autora opinii	52
SPIS TABEL	53



SŁOWNICZEK

Wyrażenia zawarte w niniejszym opracowaniu mają następujące znaczenie:

Spółka, URSUS, Dłużnik - oznacza spółkę, działającą pod firmą URSUS S.A. w upadłości z/s w Warszawie, adres: ul. Alojzego Felińskiego, nr 2 [kod pocztowy: 01-513], wpisaną do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy w Olsztynie, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000013785

Prawo restrukturyzacyjne, PrRestr – oznacza ustawę Prawo restrukturyzacyjne z dnia 15 maja 2015 r. (Dz.U. z 2015 r. poz. 978, t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 814)

Prawo upadłościowe, PrUpad - oznacza ustawę Prawo upadłościowe z dnia 28 lutego 2003 r. (Dz.U. 2003 Nr 60, poz. 535, t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 1228)

WPROWADZENIE

Opracowanie powstało na potrzeby ustalenia optymalnego postępowania insolwencyjnego¹ w przypadku URSUS S.A. Wobec ogłoszenia przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie w dniu 12 lipca 2021 r. upadłości URSUS S.A. (a tym samym odmowy otwarcia postępowania sanacyjnego, o co wnosił Dłużnik), Spółka planuje złożyć zażalenie na postanowienie sądu upadłościowego. W tym kontekście istotnym jest ustalenie, które postępowanie: upadłościowe czy sanacyjne, jest korzystniejsze (optymalniejsze) z punktu widzenia wierzycieli URSUS S.A.

W celu ustalenia korzystniejszego dla wierzycieli postępowania analizie poddano w niniejszym opracowaniu następujące zagadnienia (zarazem określają one kolejne rozdziały opracowania):

1. Omówienie przesłanek -zgodnie z prawem restrukturyzacyjnym- którymi kieruje się sąd, rozpoznając łącznie wnioski o ogłoszenie upadłości i o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego,
2. Analiza korzyści, na jakie mogą liczyć wierzyciele w toku postępowania upadłościowego, zawierająca symulację zaspokojenia wierzycieli oraz omówienie efektywności postępowań upadłościowych,
3. Analiza proponowanej ścieżki restrukturyzacji przedsiębiorstwa URSUS S.A. oraz propozycji układowych Dłużnika,
4. Konkluzje wynikające z zestawienie korzyści wierzycieli z postępowania upadłościowego i postępowania sanacyjnego.

¹ Rozumiane jako ogół postępowań określonych w ustawach prawo upadłościowe i prawo restrukturyzacyjne.



ROZDZIAŁ I: PRZESŁANKI ROZSTRZYGNĘCIA SĄDU W ZAKRESIE WYBORU POSTĘPOWANIA INSOLWENCYJNEGO

1. Wprowadzenie

Od wejścia w życie z początkiem 2016 r. ustawy prawo restrukturyzacyjne, przy jednoczesnej dużej nowelizacji prawa upadłościowego, możliwym stało się złożenie wniosku o otwarcie jednego z trzech postępowań restrukturyzacyjnych, tj. przyspieszonego postępowania układowego, postępowania układowego oraz postępowania sanacyjnego. Prawo restrukturyzacyjne określa przy tym w art. 3 ust. 1, jaki jest cel postępowania:

„Celem postępowania restrukturyzacyjnego jest uniknięcie ogłoszenia upadłości dłużnika przez umożliwienie mu restrukturyzacji w drodze zawarcia układu z wierzycielami, a w przypadku postępowania sanacyjnego - również przez przeprowadzenie działań sanacyjnych, przy zabezpieczeniu słusznych praw wierzycieli.”

Ustawodawca poprzez określenie celu postępowania restrukturyzacyjnego, nadaje doniosłe znaczenie kwestii uniknięcia upadłości dłużnika. **Aksjologiczna podstawa tego wartościowania bez wątpienia wynika z oceny, że ogłoszenie upadłości jest co do zasady niekorzystne dla samego dłużnika, jego interesariuszy (jak pracownicy, udziałowcy, akcjonariusze, kontrahenci) oraz otoczenia gospodarczego i fiskalnego.** Upadłość przedsiębiorcy jest zatem traktowana jako „zło konieczne”, do którego nie powinno się dopuścić, chyba że (przesłanka negatywna) otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego prowadziłyby do pokrzywdzenia wierzycieli (omówione w dalszej części opracowania).

Jak wskazuje doktryna, cel postępowania restrukturyzacyjnego jest zgoła odmienny od celu postępowania upadłościowego (wyrażonego w art. 2 prawa upadłościowego):

*„Warto zauważyć przy tym, że cel postępowania restrukturyzacyjnego różni się zasadniczo od celu postępowania upadłościowego, w którym nadrzędne jest zaspokojenie roszczeń wierzycieli w możliwie najwyższym stopniu, a jedynie pobocznym celem jest zachowanie przedsiębiorstwa dłużnika, jeśli pozwolą na to racjonalne względy (art. 2 ust. 1 puin). Mając na względzie cel prawa restrukturyzacyjnego wyrażony w art. 3 ust. 1 PrRestr, **przyjąć należy, że zaspokojenie roszczeń wierzycieli w możliwie najwyższym stopniu co prawda może stanowić kategorię wartościującą w ramach postępowania***

restrukturyzacyjnego (maksymalizacja zaspokojenia wierzycieli jest bowiem stanem pożądanym i słusznym), jednak – inaczej niż w postępowaniu upadłościowym – nie określa nadrzędnego celu postępowania, będąc de facto okolicznością podporządkowaną działaniom zmierzającym do uniknięcia upadłości dłużnika. Zasada optymalizacji wyrażona w art. 2 puin nie obowiązuje w ramach postępowania restrukturyzacyjnego.”²

W świetle powyższego należy z całą mocą podkreślić, że ustawodawca wążąc interesy dłużnika, jego wierzycieli i uwzględniając korzyści płynące z uniknięcia upadłości, **nie traktuje bezpośredniego interesu wierzycieli i maksymalizacji ich zaspokojenia w sposób nadrzędny.** W tym świetle należy spoglądać na postępowanie restrukturyzacyjne w zestawieniu z postępowaniem upadłościowym, nie zaś poprzez prosty rachunek zaspokojenia wierzycieli.

2. Zbieg wniosków insolwencyjnych

Wobec funkcjonowania w porządku prawnym postępowania upadłościowego, uregulowanego ustawą Prawo upadłościowe oraz postępowań restrukturyzacyjnych, możliwe jest, że do sądu wpłyną oba wnioski, tj. wniosek upadłościowy oraz wniosek restrukturyzacyjny. W takiej sytuacji prawo restrukturyzacyjne w art. 11 wskazuje, że:

„W przypadku złożenia wniosku restrukturyzacyjnego i wniosku o ogłoszenie upadłości, w pierwszej kolejności rozpoznaje się wniosek restrukturyzacyjny.”

Podobnie prawo upadłościowe (art. 9b):

„W przypadku złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości i wniosku restrukturyzacyjnego, w pierwszej kolejności rozpoznaje się wniosek restrukturyzacyjny.”

Jednocześnie art. 12 ust. 3 określa, że *„w przypadku gdy wstrzymaniu rozpoznania wniosku o ogłoszenie upadłości sprzeciwia się interes ogółu wierzycieli, sąd upadłościowy wydaje postanowienie o przejęciu wniosku restrukturyzacyjnego do wspólnego rozpoznania z wnioskiem o ogłoszenie upadłości i rozstrzygnięcia jednym postanowieniem”* (podobnie art. 9b ust. 3 prawa upadłościowego). Interes ogółu wierzycieli jest klauzulą

² M. Kubiczek, B. Sokół *Przesłanki prowadzenia postępowania restrukturyzacyjnego w świetle jego celu*, Doradca Restrukturyzacyjny 2015, Nr 2

generalną, którą rozumieć można jako uśredniony interes wszystkich wierzycieli dłużnika, rozumiany jako np. wysoce prawdopodobną bezcelowość postępowania restrukturyzacyjnego, czy dążenie dłużnika do pokrzywdzenia wierzycieli. Również w tym kontekście należy podkreślić, że istotą tej oceny nie jest rachunek korzyści wierzycieli poprzez zestawienie obu postępowań, a przesłanką uzasadniającą zastosowanie art. 12 ust. 3 prawa restrukturyzacyjnego, tj. uwzględnienia interesu ogółu wierzycieli może być dopiero -między innymi- spodziewana rażąca różnica w zaspokojeniu wierzycieli.

3. Przesłanka z art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego

Istotą decyzji sądu upadłościowego, wyznaczonego zgodnie z art. 9b ust. 3 (ostatnie zdanie) do rozpoznania połączonego do wspólnego rozpoznania wniosku upadłościowego oraz restrukturyzacyjnego jest ocena możliwego pokrzywdzenia wierzycieli, o którym mowa w art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego:

„Sąd odmawia otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, jeżeli skutkiem tego postępowania byłoby pokrzywdzenie wierzycieli.”

W doktrynie zwraca się uwagę, że przy ocenie istnienia przesłanki pokrzywdzenia wierzycieli nie chodzi o porównanie efektywności postępowania restrukturyzacyjnego z efektywnością potencjalnej upadłości³. P. Filipiak wskazuje, że:

„Sąd nie powinien porównywać zakładanego stopnia zaspokojenia wierzycieli na skutek wykonania układu z zakładanym stopniem zaspokojenia na skutek wykonania planu podziału funduszków masy upadłości oraz sum uzyskanych ze zbycia przedmiotów obciążonych. Pokrzywdzenie wierzycieli w rozumieniu art. 8 ust. 1 oraz art. 325 ust. 1 pkt 1 p.r. to nie jest stan niższego zaspokojenia w porównaniu do zaspokojenia uzyskanego w upadłości⁴.”

Podobnie wskazuje A. Hrycaj, stwierdzając:

³ P. Filipiak, A. Hrycaj (red.), *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, WK 2017, LEX; Tak też: P. Zimmerman, *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Wyd. 5, Warszawa 2018

⁴ P. Filipiak, A. Hrycaj (red.), *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, WK 2017, LEX.

„Aby ocenić, czy w danym przypadku skutkiem postępowania restrukturyzacyjnego byłoby pokrzywdzenie wierzycieli rozumiane, jak wyżej wskazano, jako pogorszenie ich sytuacji ekonomicznej, należy zastanowić się, jak należy oceniać czy też co należy rozumieć pod pojęciem „sytuacji ekonomicznej wierzycieli” w kontekście ich relacji z dłużnikiem. Skoro mówimy o relacji dłużnik – wierzyciele, to można przyjąć, że „sytuację ekonomiczną” wierzycieli wyznacza możliwy do uzyskania w danym momencie stopień zaspokojenia. Przy takim ujęciu problemu nieuchronnie pojawia się pytanie: czy analizując pokrzywdzenie wierzycieli, można dokonywać porównania stopnia zaspokojenia wierzycieli w postępowaniach restrukturyzacyjnym i upadłościowym. Jest to w istocie rzeczy pytanie: czy wskazana w art. 8 ust. 1 PrRest przesłanka odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego może być rozumiana tak samo jak wskazana w art. 14 ust. 1 ustawy z 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze w brzmieniu przed nowelizacją dokonaną ustawą z 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne przesłanka ogłoszenia upadłości z możliwością zawarcia układu? Na tak postawione pytanie należy odpowiedzieć negatywnie. Oceniając pokrzywdzenie wierzycieli jako przesłankę odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, **nie jest dopuszczalne porównywanie stopnia zaspokojenia wierzycieli w ewentualnym postępowaniu upadłościowym i stopnia zaspokojenia wierzycieli w ramach wykonania układu**, mimo że na taką możliwość wskazano w uzasadnieniu projektu ustawy.”⁵

Niemniej, jak wskazuje się w orzecznictwie:

„Pokrzywdzenie wierzycieli wskazane w art. 8 ust. 1 pr.r. jest powszechną przesłanką odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego podlegającą badaniu w przypadku wszystkich postępowań restrukturyzacyjnych, sformułowana ona została w sposób ogólny, a co za tym idzie powinna być wykładana bardzo szeroko. Dlatego zaaprobować należy stanowisko Sądu pierwszej instancji, że jednym z kryteriów oceny pokrzywdzenia wierzycieli, o którym mówi art. 8 ust. 1 pr.r. może być porównanie stopnia zaspokojenia wierzycieli w przypadku otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego z zaspokojeniem ich w przypadku ogłoszenia upadłości dłużnika. Za dopuszczeniem tego kryterium opowiedział się również P. Zimmerman, który w przywołanej zarówno przez Sąd pierwszej instancji, jak i skarżącego wypowiedzi stwierdził, że: **„Teza, iż do pokrzywdzenia wierzycieli na skutek przeprowadzenia postępowania restrukturyzacyjnego dojdzie zawsze wówczas, gdy z okoliczności sprawy wynika, że wierzyciele w ramach zawarcia**

⁵ A. Hrycaj, Pokrzywdzenie wierzycieli jako przesłanka odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, Doradca Restrukturyzacyjny 2016, Nr 1;

i realizacji układu zostaną zaspokojeni w mniejszym stopniu lub znacznie później niż byłoby zaspokojeni wskutek ogłoszenia upadłości i likwidacji majątku dłużnika (zob. Uzasadnienie projektu ustawy Prawo restrukturyzacyjne, Druk Sejmu VII kadencji Nr 2824, <http://www.sejm.gov.pl/>) jest prawdziwa, ale nie można pomijać faktu, że ustawodawca tego zapisu nie pozostawił a zastąpił klauzulą bardziej ogólną. Daje to w mojej ocenie pole do uwzględniania przy ocenie konkretnego przypadku także okoliczności dotyczących różnej sytuacji odmiennych grup wierzycieli, prawdopodobieństwa powodzenia poszczególnych scenariuszy rozwoju wydarzeń itp.” (P. Zimmerman, *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*. Wyd. 4, Warszawa 2016, kom. art. 8 p.r., Legalis). Niczego przy tym nie zmienia to, że Sąd pierwszej instancji przytoczył tylko pierwszy fragment tego stanowiska, jego autor wypowiedział się bowiem wprost i jednoznacznie, że w celu oceny czy otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego skutkowało będzie pokrzywdzeniem wierzycieli sięgnąć należy do porównania stopnia ich zaspokojenia – w postępowaniu restrukturyzacyjnym i upadłościowym. Oczywiście porównanie to nie powinno być kryterium jedynym, ani nawet podstawowym podlegającym badaniu w pierwszej kolejności przy ocenie pokrzywdzenia wierzycieli w wyniku otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego. Sam fakt powzięcia przez sąd przekonania, że w postępowaniu upadłościowym wierzyciele zaspokojeni zostaną w wyższym stopniu nie może zatem przesądzać o oddaleniu wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego. Należy bowiem uwzględnić całokształt okoliczności konkretnej sprawy, specyfikę przedsiębiorstwa dłużnika, sytuację wierzycieli, okoliczności związane z samym postępowaniem restrukturyzacyjnym, w tym czasem jego trwania⁶.

Warto przywołać w tym kontekście stanowisko Sądu Okręgowego w Katowicach, który w postanowieniu z dnia 18.07.2017 r. (XIX Gz 463/17, niepubl.) wskazał⁷:

*„Jeżeli wniosek o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego składa dłużnik zagrożony niewypłacalnością, to pokrzywdzenie wierzycieli nastąpi, **gdy poza postępowaniem wierzyciele na zasadach ogólnych (np. w postępowaniu egzekucyjnym) zostaliby zaspokojeni w rażąco wyższym stopniu niż w postępowaniu restrukturyzacyjnym**. Innymi słowy, taki przypadek miałby miejsce, gdyby postępowanie restrukturyzacyjne prowadziło de facto do nieznajdującego uzasadnienia w okolicznościach sprawy oddłużenia dłużnika wyłącznie kosztem wierzycieli. Jeśli*

⁶ Postanowienie Sądu Okręgowego w Warszawie z 18.05.2018 r., sygn. XXIII Gz 71/18, niepubl.

⁷ Za: R. Adamus, *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, wyd. 2, 2019, art. 8, podkreślenie własne.

*natomiast podstawą złożenia wniosku (...) była niewypłacalność dłużnika, to pokrzywdzenie wierzycieli będzie miało miejsce wtedy, **gdy w postępowaniu upadłościowym wierzyciele układowi zostaną zaspokojeni w rażąco wyższym stopniu biorąc pod uwagę propozycje układowe oraz hierarchię zaspokajania wierzycieli na podstawie art. 342 p.u.***"

Rzeczywistość grupowego interesu wierzycieli w postępowaniu restrukturyzacyjnym rozpoznaje również doktryna prawa restrukturyzacyjnego, a celem przykładowo przywołać można stanowisko wiodącego przedstawiciela doktryny prof. R. Adamusa:

„Wydaje się, że przy ocenie pokrzywdzenia powinno się brać pod uwagę interesy wszystkich wierzycieli powiązane bezpośrednio z postępowaniem w sprawie niewypłacalności. Z dużą ostrożnością należy podchodzić do interesów jednostkowych wierzyciela. W postępowaniu restrukturyzacyjnym obowiązuje bowiem zasada uwzględniania interesu grupowego wierzycieli⁸.”

Jeszcze w kontekście sytuacji, w której aktywa dłużnika są objęte w większości zabezpieczeniem należy mieć na względzie, że często korzystne dla nich postępowanie upadłościowe bywa rażąco niekorzystne dla wierzycieli niezabezpieczonych. W takim wypadku słusznie zauważa R. Adamus:

„Jeżeli dla jednych wierzycieli postępowanie jest korzystne, dla innych obojętne, dla jeszcze innych krzywdzące, sąd powinien wyważyć losy postępowania stosownie do okoliczności danego stanu. Pewną wskazówką dla sądu restrukturyzacyjnego powinna być intensywność pokrzywdzenia wierzycieli. Należy w tym wypadku postąpić się zasadą proporcjonalności (klauzula rozsądku)⁹.”

Wyłącznie czasowe pogorszenie sytuacji wierzyciela hipotecznego, polegające na niemożności prowadzenia w tym czasie postępowania egzekucyjnego, nie powinno stanowić przesłanki odmowy otwarcia postępowania sanacyjnego. Jak wskazał Sąd Okręgowy w Krakowie w postanowieniu z dnia 2.10.2017 r. (XII Gz 632/17, niepubl., podkreślenie własne)¹⁰:

⁸ Tamże.

⁹ Tamże.

¹⁰ Tamże.

„Każde postępowanie restrukturyzacyjne z istoty rzeczy zakłada pogorszenie, przynajmniej czasowe, sytuacji wierzycieli. Takie ograniczenie praw wierzycieli jest uzasadnione tylko w perspektywie wartości jaką z punktu widzenia społecznego i gospodarczego ma osiągnięcie głównego celu postępowania restrukturyzacyjnego jakim jest uniknięcie ogłoszenia upadłości dłużnika. Oczywiście jest przy tym, że uniknięcie ogłoszenia upadłości dłużnika nie jest celem samym w sobie, w istocie chodzi bowiem o zapobieżenie wyeliminowania przedsiębiorcy z rynku.”

Sąd dokonuje oceny przesłanki negatywnej według własnego przekonania i wydaje się nieskrępowany w możliwości korzystania ze środków dowodowych¹¹. Niemniej Sąd orzekający **winien wziąć pod uwagę, że to wierzyciele są interesariuszami postępowania restrukturyzacyjnego i to do nich należy decyzja co jest dla nich korzystniejsze: zaspokojenie w postępowaniu restrukturyzacyjnym czy upadłościowym**¹². Niemniej, przy dokonywaniu ocen sąd powinien uwzględnić dyrektywę wynikającą z art. 233 KPC. Podnieść trzeba, że sąd nie powinien *a priori* oceniać rezultatu ewentualnego postępowania restrukturyzacyjnego, zwłaszcza wyniku głosowania nad układem. Jak słusznie wskazuje kolejny z wiodących przedstawicieli doktryny w osobie P. Zimmermana:

„Ewidentnie błędne są coraz częściej odnotowywane w praktyce sądów restrukturyzacyjnych, próby dokonywania oceny woli wierzycieli na etapie rozpoznania wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego i odmowa jego otwarcia w oparciu o deklaracje wierzycieli, iż nie mają zamiaru popierać układu lub nawet że jak dotąd dłużnik ich nie przekonał do układu. Podobnie, powzięte przez sąd przekonanie, iż układ nie zostanie wykonany nie może być podstawą odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, nawet "ubrane" w argumentację o tym, że restrukturyzacja jako nieudana doprowadzi w ten sposób do pokrzywdzenia wierzycieli. Ustawa wprost wskazuje, iż właściwym etapem do oceny wykonalności układu jest etap zatwierdzania układu, a nie etap otwierania postępowania restrukturyzacyjnego. Antycypowanie wyniku postępowania nie może być podstawą odmowy jego otwarcia¹³.”

¹¹ Tak też: A. Hrycaj, *Pokrzywdzenie wierzycieli jako przesłanka odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego*, Doradca Restrukturyzacyjny 2016, Nr 1;

¹² P. Filipiak, A. Hrycaj (red.), *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, WK 2017, LEX.

¹³ P. Zimmerman, *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, 2020, wyd. 6, art. 8.

Uznaje się jednak również, że choć antycypowanie wyniku postępowania (w zakresie wyniku głosowania nad układem) nie powinno stanowić przesłanki odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, to już jednoznacznie negatywna ocena zdolności restrukturyzacyjnej może taką przesłankę stanowić. Doktryna w tym zakresie wskazuje:

„Do pokrzywdzenia wierzycieli może dojść w sytuacji otwarcia postępowania wobec dłużnika niewypłacalnego w tak dużym stopniu, iż brak jest szans na udaną restrukturyzację.”¹⁴

Z przepisów prawa restrukturyzacyjnego wynika, że przesłanką otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego nie jest udowodnienie, że dłużnik jest w stanie wykonać układ. Wniosek o obowiązku udowodnienia możliwości wykonania układu nie może być budowany w oparciu o art. 8 ust. 1 PrRestr.

Mimo to, judykatura dostarcza przykładów przeczących powyższej tezie:

„W ocenie Sądu należy przyjąć, iż skutkiem otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego będzie pokrzywdzenie wierzycieli w rozumieniu art. 8 ust. 1 pr. rest., jeżeli już na etapie rozpoznawania wniosku o otwarcie postępowania ujawniły się okoliczności, które skutkowałyby odmową zatwierdzenia układu w postępowaniu restrukturyzacyjnym. W szczególności należy mieć na uwadze, iż sąd odmawia zatwierdzenia układu, jeżeli jest oczywiste, że układ nie będzie wykonany. Domniemywa się przy tym, iż układ nie będzie wykonany, jeżeli dłużnik nie wykonuje zobowiązań po dniu otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego. Jeżeli zatem sytuacja ekonomiczna dłużnika uprawdopodobnia tezę o niemożności wykonywania na bieżąco jego zobowiązań, niewątpliwie spełniona jest przesłanka negatywna orzeczenia o otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego¹⁵.”

Konkludując powyższe rozważania wskazać można, że ocena pokrzywdzenia wierzycieli, a przez to -w wypadku zbiegu wniosku upadłościowego i restrukturyzacyjnego- rozstrzygnięcie, czy ogłosić upadłość dłużnika, czy też otworzyć postępowanie restrukturyzacyjne nie jest oceną jednowymiarową i prostą. Uwzględnić należy przy niej takie czynniki, jak korzyści z zachowania przedsiębiorstwa dłużnika¹⁶, wysokość

¹⁴ Filipiak Patryk (red.), Hrycaj Anna (red.), Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz, wyd. II.

¹⁵ Postanowienie Sądu Rejonowego w Olsztynie z 21.06.2017 r., sygn. V GR 2/17, niepubl.

¹⁶ Autor będąc świadomy oczywiście, że w toku postępowania upadłościowego również może dojść do zachowania przedsiębiorstwa dłużnika, to jednak bierze pod uwagę, że ogłoszenie upadłości stanowi często duże ryzyko

potencjalnego zaspokojenia wierzycieli (jednak zasadniczo przy rażącej różnicy), szybkość zaspokojenia wierzycieli, etc.

Ostatecznie autor niniejszego opracowania, za wypełnienie przesłanki z art. 8 ust. 1 PrRestr uznaje (wystarczy wystąpienie jednej z tych okoliczności):

- sytuację, w której w toku postępowania restrukturyzacyjnego w sposób wysoce prawdopodobny dojdzie do zaspokojenia **rażąco niższego**¹⁷ niż w postępowaniu upadłościowym, które byłoby przesłanką do odmowy zatwierdzenia układu (przy czym ocena tego jest niemożliwa, jeśli np. w przypadku postępowania o otwarcie postępowania sanacyjnego nie dołączono do wniosku sanacyjnego fakultatywnie propozycji układowych),
- sytuację, w której wysoce prawdopodobnie nie zostanie osiągnięty cel postępowania restrukturyzacyjnego określony w art. 3 ust. 1 PrRestr¹⁸,
- gdy wskutek przeprowadzenia postępowania restrukturyzacyjnego zmniejszeniu ulegnie wartość majątku dłużnika i/lub pogorszy się sytuacja ekonomiczno-finansowa dłużnika, zmniejszając szanse na zaspokojenie wierzycieli¹⁹.

4. Podstawy ekonomicznej oceny przesłanki z art. 8 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego

Jak już wskazano przy omówieniu przesłanki odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, ocena tejże przesłanki nie polega na prostym rachunku korzyści wierzycieli z postępowania upadłościowego i restrukturyzacyjnego. Jednocześnie rażąca różnica zaspokojenia na korzyść postępowania upadłościowego mogłaby stanowić o wystąpieniu tej przesłanki. Z tego powodu z ekonomicznego punktu widzenia można ocenić wysokość zaspokojenia wierzycieli w obu wariantach i wówczas wywieść stosowne konkluzje.

dekompozycji przedsiębiorstwa, zaś w praktyce w toku postępowania upadłościowego rzadko dochodzi do sprzedaży przedsiębiorstwa w całości.

¹⁷ Ale: już nieduża różnica nie stanowi przesłanki pokrzywdzenia wierzycieli; jednocześnie sąd winien wziąć pod uwagę, że mogą zostać złożone zupełnie inne propozycje układowe.

¹⁸ Tak też: A. Hrycaj, *Pokrzywdzenie wierzycieli jako przesłanka odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego*, Doradca Restrukturyzacyjny 2016, Nr 1;

¹⁹ Tamże.

Ocena efektywności postępowania upadłościowego polega zatem przede wszystkim na oszacowaniu bezpośrednich korzyści wierzycieli (ich zaspokojenia) w toku hipotetycznego postępowania upadłościowego. Taką kalkulację sporządza się w następujący sposób:

- przyjęcie założenia co do trybu likwidacji masy upadłości - ustawodawca wyznacza, że pożądane jest zachowanie przedsiębiorstwa dłużnika (art. 2 prawa upadłościowego), nakazując sprzedaż przedsiębiorstwa jako całość (art. 316 ust. 1 prawa upadłościowego), jednakże bywa to niemożliwe, zwłaszcza wobec postępującej dekompozycji przedsiębiorstwa, czy trwałej nierentowności przedsiębiorstwa,
- oszacowanie wartości masy upadłości - przy uwzględnieniu jednego z powyższych założeń (sprzedaż w całości przedsiębiorstwa upadłego, bądź likwidacja poszczególnych składników majątku); w tym wypadku szczególnie uwzględnia się, że wartość aktywów w toku postępowania upadłościowego jest niższa (zagadnienie dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru szerzej omówione w dalszej części niniejszego opracowania),
- oszacowanie kosztów postępowania upadłościowego (art. 230 ust. 1 prawa upadłościowego) oraz innych zobowiązań masy upadłości (art. 230 ust. 2 prawa upadłościowego),
- symulacja zaspokojenia wierzycieli w toku postępowania upadłościowego - co w praktyce oznacza pomniejszenie potencjalnych wpływów z likwidacji masy upadłości o koszty postępowania upadłościowego i inne zobowiązania masy upadłości.

Wynikiem symulacji zaspokojenia wierzycieli może być uśrednione zaspokojenie wszystkich wierzycieli, łączna kwota zaspokojenia wierzycieli, czy też kalkulacja zaspokojenia poszczególnych wierzycieli (o ile dane na to pozwalają). Kalkulacja zaspokojenia wierzycieli jest oczywiście oparta na szeregu założeń i mogą zdarzać się różne odchylenia w uzyskanym wyniku, który jest wrażliwy zwłaszcza na efektywność likwidacji masy upadłości.

W przypadku postępowania restrukturyzacyjnego należy również ocenić wysokość zaspokojenia wierzycieli, na które mogą oni liczyć w ramach wykonania zawartego układu, zgodnego z propozycjami układowymi dłużnika. Trzeba przy tym pamiętać, że jest to jednak potencjalne zaspokojenie, a jego realizacja jest zdeterminowana faktyczną ekonomiczno-finansową zdolnością zrestrukturyzowanego dłużnika do wykonania układu.

Dlatego też, ocenie podlega również wykonalność układu, który miałby zostać zawarty z wierzycielami dłużnika.

Istotna jest również ocena, czy w sprawie istnieje realna możliwość osiągnięcia celu postępowania (określonego w art. 3 ust. 1 PrRestr), gdyż stwierdzenie negatywne świadczyłoby o tym, że postępowanie dążyłoby do pokrzywdzenia wierzycieli w myśl art. 8 ust. 1 PrRestr. Wreszcie należy również przeanalizować, czy działania prowadzone w postępowaniu restrukturyzacyjnym nie doprowadzą do pogorszenia szans wierzycieli na ich zaspokojenie (np. poprzez sprzedaż części aktywów).

ROZDZIAŁ II: EFEKTYWNOŚĆ POSTĘPOWAŃ UPADŁOŚCIOWYCH WRAZ Z SYMULACJĄ ZASPOKOJENIA WIERZYCIELI URSUS S.A. W TOKU POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWEGO

1. Efektywność postępowań upadłościowych – wartość aktywów w toku upadłości

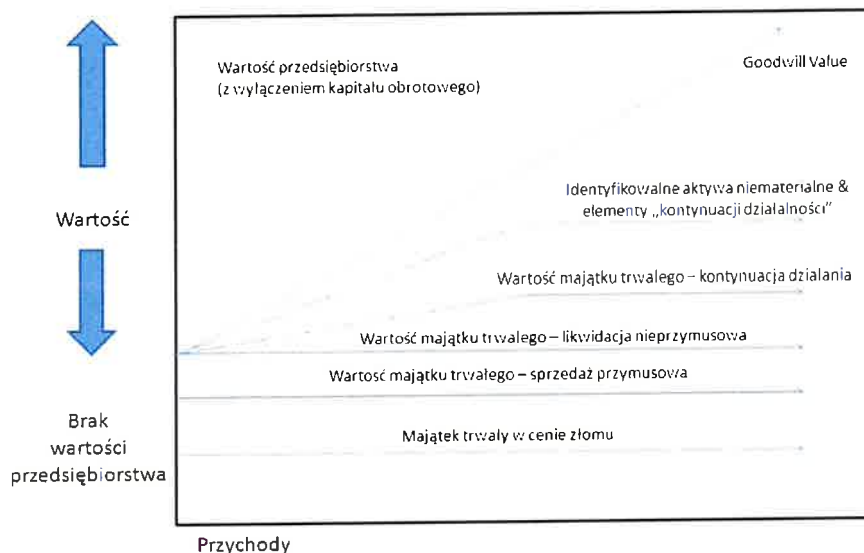
Zanim zostanie oszacowana -celem sporządzenia symulacji zaspokojenia wierzycieli- masa upadłości URSUS S.A. należy zwrócić uwagę na efektywność postępowań upadłościowych w szerokim ujęciu tegoż tematu (tj. nie odnosząc się do konkretnego przypadku, jak np. URSUS S.A.). Wieloletnie obserwacje postępowań upadłościowych, ale też częściowo przeprowadzone badania wskazują na niewysoką efektywność postępowań upadłościowych (z punktu widzenia wierzycieli). Przede wszystkim sprzedaż w toku postępowania upadłościowego odbywa się po wartościach istotnie niższych, niż by to wynikało z rynkowej wyceny aktywów (wartość rynkowa aktywów), czy jeszcze niższych w przypadku wyceny bilansowej (wartość księgową aktywów). Nie jest zatem absolutnie uzasadnione oczekiwanie, że wpływy do masy upadłości z likwidacji składników majątku upadłego będą choćby zbliżone do wartości, jakie wykazywano w wycenach (poszukujących wartości rynkowych, bądź w wycenie bilansowej zgodnej z ustawą o rachunkowości), przed upadłością.

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 więcej²⁰.” W sytuacji zagrożenia bankructwem w taki sposób, jest zatem ustalana wartość zbywcza aktywów przedsiębiorstwa.

Zależność wartości przedsiębiorstwa od okoliczności transakcji, przedstawiono na rysunku nr 1.

²⁰ 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

Rysunek 1 - Wpływ okoliczności wyceny na wartość przedsiębiorstwa



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hitchner J. (2011) *Financial Valuation Applications and Models*, 3rd ed., John Wiley & Sons, Inc., s. 359.

Aby realnie oszacować wartość aktywów masy upadłości, wcześniej uzyskane wartość rynkowe bądź bilansowe, obciąża się dyskontem z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży. Pogląd co do zasadności stosowania dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży znajduje coraz szerszą aprobatę doktryny²¹. Za zastosowaniem dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży przemawia też szereg argumentów, m.in.²²:

- **jest to sprzedaż wymuszona** - dłużnik wobec niemożności kontynuowania działalności gospodarczej jest przymuszony do sprzedaży przedsiębiorstwa celem co najmniej częściowego zaspokojenia wierzycieli w trybie egzekucji uniwersalnej,
- **jest to sprzedaż szybka** - okres na podjęcie decyzji przez nabywcę jest bardzo krótki względem warunków rynkowych; uniemożliwia to przeprowadzenie należytego ekonomicznego i prawnego due dilligence przedsiębiorstwa, a nawet mimo jego nabycia bez obciążeń i zobowiązań łączy się to z pewnymi ryzykami (rękojmia za wady - poniżej),

²¹ A. Witosz, A. Cybulska-Bienioszek, *Objęcie układem wierzytelności zabezpieczonych rzeczowych*, Doradca Restrukturyzacyjny nr 17 [3/2019], s. 24-25

²² Marcin Kubiczek, Jakub Michalak, *Specyfika wyceny przedsiębiorstw na potrzeby opisu i oszacowania w ramach procedury przygotowanej likwidacji oraz w toku postępowania upadłościowego*, Doradca Restrukturyzacyjny 2016, Nr 1

- **brak rękojmi za wady** - jakiegokolwiek składniki majątku będące przedmiotem sprzedaży są zbywane bez rękojmi za wady; nabywca nie ma prawa podnosić jakichkolwiek zarzutów względem nabytego majątku (jak choćby faktyczne nieistnienie wierzytelności, ukryte wady nieruchomości czy maszyn, etc.),
- **postępowanie upadłościowe jest postępowaniem egzekucyjnym** o charakterze uniwersalnym, zaś w postępowaniach o charakterze singularnym (postępowanie egzekucyjne prowadzone przez komornika sądowego) stosuje się dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży, przy czym wobec czasu trwania likwidacji danej rzeczy istnieje możliwość stosowania kolejnych dyskont po nieudanej próbie sprzedaży, zaś w trybie przygotowanej likwidacji nie ma takiej możliwości- zastosowane dyskonto winno zatem uwzględniać ekspresowy charakter transakcji,
- należy mieć na uwadze, iż co do zasady postępowanie upadłościowe **nie jest narzędziem do maksymalizacji wartości masy upadłości**, a stanowi z punktu widzenia wierzycieli aparat windykacyjny i jest funkcją czasu i pieniądza, zaś wolą ustawodawcy jest to, aby syndyk dokonywał likwidacji masy upadłości w terminie 6 miesięcy (art. 308 ust. 2 PrUpad),

Zastosowanie wyższej korekty jest również potwierdzone m.in. wynikami badań rynku upadłościowego, prowadzonymi przez prof. Elżbietę Mączyńską [przeanalizowano wówczas 94 postępowania upadłościowe], które wykazały, że częstą rzeczywistością postępowań upadłościowych jest niska ich efektywność, co przekłada się na **niski stopień zaspokojenia wierzycieli z masy upadłości**, i zwiększone koszty, szczególnie przy wydłużającym się postępowaniu [średnia długość badanych postępowań wynosiła 42 miesiące]. Wysznuła z badań konkluzja stanowi, że *„Postępowania upadłościowe prowadzone są nieefektywnie. Proporcja wartości kwot pieniędzy wypłaconych wierzycielom w stosunku do kosztów postępowania jest tak niska, iż poddaje w wątpliwość racjonalność instytucji upadłości”*.²³ Na podobne wnioski można natrafić w badaniu przeprowadzonym przez Ernst & Young na zlecenie Agencji Rozwoju Przemysłu w związku z postępowaniem przed komisją Europejską o pomoc udzieloną spółce PZL Hydral²⁴, gdzie zwrócono uwagę, na *„Niską skuteczność postępowania upadłościowego w Polsce, gdzie przychody ze sprzedaży aktywów stanowią średnio **26,86% ich wartości godziwej**”*.

²³ E. Mączyńska, *Meandry Upadłości Przedsiębiorstw. Klęska czy Druga Szansa?*, wyd. Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie 2009, s. 146

²⁴ 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 S.A.

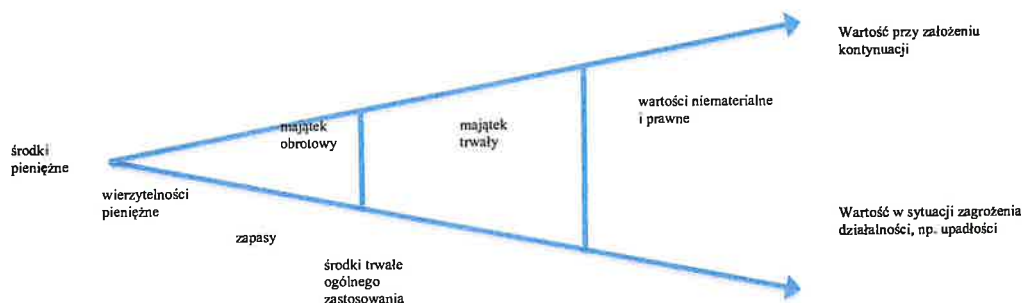
Rzeczywistość postępowań upadłościowych zauważa również orzecznictwo. W treści postanowienia Sądu Okręgowego w Krakowie w sprawie o sygn. akt XII Gz 936/16 z dnia 02.12.2016 r. ²⁵ wskazano, iż:

*„Doświadczenie Sądu w 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 znaczącą obniżką uwzględnianą w kolejnych przetargach czy aukcjach.”*

W związku z powyższym uzasadnionym wydaje się twierdzenie, iż w przypadku sprzedaży aktywów przedsiębiorstwa osobno konieczne jest zastosowanie dodatkowych korekt, które autor wyceny opisuje w punkcie poniżej.

Twierdzenie, że przy szacowaniu masy upadłości należy pomniejszyć zastane wartości rynkowe (lub bilansowe) o dyskonto z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży jest, mając na uwadze powyższe, całkowicie uzasadnione. Pozostaje jednak pytanie, jaki poziom dyskonta należy zastosować. Przede wszystkim **nie jest to równy poziom dyskonta dla wszystkich grup aktywów**. Zależność wysokości dyskonta od rodzaju aktywa pokazano na poniższym rysunku.

Rysunek 2 - Dyskonta wartości poszczególnych aktywów przedsiębiorstwa



Źródło: Weston Anson, Donna P. Suchy, Chaitali Ahya, *Intellectual Property Valuation: A Primer for Identifying and Determining Value*, American Bar Association 2005, s. 175

²⁵ Postanowienie Sądu Okręgowego w Krakowie w sprawie o sygn. akt XII Gz 936/16 z dnia 02.12.2016 r., zasoby własne; podkreślenie własne.

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 oszacowania²⁶. 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.

Dla ruchomości w egzekucji singularnej [komorniczej], stosuje się w myśl art. 867 § 2 kpc dyskonto 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.

Najwyższy poziom dyskonta tyczy się zwykle wartości niematerialnych i prawnych, które w sytuacji kryzysowej (na przedpolu upadłości) najwyraźniej tracą na wartości, są trudno zbywalne, często nie cechują się w ogóle jakąkolwiek wartością (przykładowo oprogramowanie komputerowe, które w szybki sposób się dezaktualizuje, a też cechuje się trudnościami ze sprzedażą, wynikającymi z warunków licencji na to oprogramowanie). Znaczenia nabierają takie wartości niematerialne i prawne, jak znak towarowy czy marka. Dla tego rodzaju aktywów „niektórzy autorzy podają ogólne wartości dyskonta na poziomie między 30 a 90%, a w przypadku upadłości przedsiębiorstw z amerykańskiego sektora dóbr konsumpcyjnych dyskonto to może sięgać 81 do 91%, przy średniej **86,4%**”²⁷.

Na poziom dyskonta z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży wpływa również bez wątpienia tryb likwidacji masy upadłości. Wprawdzie z przepisów prawa upadłościowego

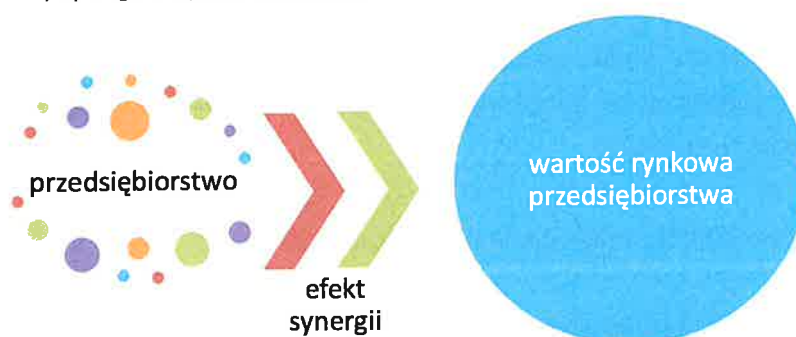
²⁶ O ile przedmiot egzekucji nie jest nieruchomością rolną

²⁷ Marcin Pęksyk, *Wyzwania szacowania wartości znaku firmowego w warunkach upadłości i postępowania naprawczego* [w:] Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 761, Szczecin 2013, s. 661

wprost wynika, że przedsiębiorstwo upadłego powinno być sprzedane jako całość (art. 316 ust. 1 PrUp), to jednak w praktyce (wg wieloletnich obserwacji eksperta) rzadko kończy się to powodzeniem. Potwierdzają to badania prof. Elżbiety Mączyńskiej, według których na 94 przeanalizowane postępowania upadłościowe, tylko w siedmiu przypadkach doszło do sprzedaży przedsiębiorstwa w całości [tj. zaledwie **7,5% postępowań**]²⁸.

Sprzedaż przedsiębiorstwa -nawet w postępowaniu upadłościowym- nadal dotyczy zorganizowanego zespołu składników materialnych i niematerialnych, które zostały zebrane w sposób nieprzypadkowy i celowy, przez co przekładają się na efekt synergiczny przedstawiony graficznie poniżej.

Rysunek 3 - Efekty synergii w wycenie przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie własne

Tym samym wartość aktywów przedsiębiorstwa sprzedawanych osobno (jak np. w toku postępowania upadłościowego) nie odzwierciedla synergii, jaka towarzyszy przedsiębiorstwu, które **nie jest przecież zbiorem przypadkowych aktywów**. Dodatkowo, sprzedaż niektórych aktywów osobno łączy się z dodatkowymi kosztami, które również zwiększają różnicę pomiędzy sumą uzyskaną ze sprzedaży przedsiębiorstwa jako całości a kwotą pieniężną możliwą do uzyskania w razie zbycia poszczególnych aktywów oddzielnie.

²⁸ E. Mączyńska, *Meandry Upadłości Przedsiębiorstw. Klęska czy Druga Szansa?*, wyd. Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie 2009, s. 145

Mając na uwadze powyższe, przy szacowaniu wartości masy upadłości URSUS S.A. zastosowano odpowiednie korekty, by uzyskać jak najbardziej miarodajną informację, na jakie wpływy z likwidacji masy upadłości mogą liczyć wierzyciele.

2. Założenie trybu likwidacji masy upadłości URSUS S.A.

W niniejszym opracowaniu przyjęto założenie, że likwidacja masy upadłości będzie polegać na sprzedaży poszczególnych składników majątku, tj. nie dojdzie do skutecznej sprzedaży przedsiębiorstwa w całości (m.in. z powodu zastawów na znaku towarowym i zapasach części do produkcji). Założenie to jest uzasadnione, gdyż syndyk masy upadłości może (z dużą dozą prawdopodobieństwa) nie dysponować środkami do kontynuowania działalności przedsiębiorstwa (z uwagi na prowadzone postępowania egzekucyjne, które nie mogą ulec umorzeniu dopóki nie uprawomocni postanowienie o ogłoszeniu upadłości – znaczne środki pieniężne na rachunkach bankowych Dłużnika nie są zatem na ten moment do dyspozycji syndyka).

3. Szacunkowa wartość masy upadłości URSUS S.A.

Na potrzeby niniejszego opracowania dokonano szacunkowej wyceny aktywów spółki URSUS S.A. Oszacowanie to jest oparte przede wszystkim na danych udostępnionych przez URSUS S.A., w tym zwłaszcza sprawozdaniu tymczasowego nadzorca sądowego. Przedstawione oszacowanie nie stanowi pełnej wyceny aktywów, a wyłącznie kalkulację ich wartości w kontekście postępowania upadłościowego. Szacunkową wartość majątku (którą ująć można jako rynkową) pomniejszono o stosowne dla danej grupy aktywów dyskonto z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży. **Nadmienić należy, że dokonane korekty są niezwykle ostrożne, tj. relatywnie niskie.**

Tabela 1– Szacunkowa wycena aktywów URSUS S.A. w toku postępowania upadłościowego [w PLN]

Oszacowanie wartości majątku URSUS S.A.				
Składniki majątku	Wartość szacunkowa majątku [w PLN]	Dyskonto z tytułu wymuszonego charakteru sprzedaży [w %]	Szacunkowa wartość wymuszona ze sprzedaży w postępowaniu upadł. [w PLN]	Uwagi
Nieruchomości	75 797 000,00 zł	30%	53 057 900,00 zł	hipoteki
Ruchomości	5 426 103,35 zł	35%	3 526 967,18 zł	
WNIP, w tym znak towarowy URSUS	9 342 259,88 zł	50%	4 671 129,94 zł	zastawy rejestrowe
Akcje i udziały	10 776 000,00 zł	35%	7 004 400,00 zł	
Zapasy	49 733 550,43 zł	40%	29 840 130,26 zł	zastawy rejestrowe
Należności od jednostek powiązanych	7 838 102,09 zł	50%	3 919 051,05 zł	
Należności od jednostek pozostałych	1 740 576,30 zł	35%	1 131 374,60 zł	
Środki w kasie i na rachunkach bankowych	1 230 033,15 zł	0%	1 230 033,15 zł	
RAZEM	161 883 625,20 zł		104 380 986,17 zł	

Źródło: Opracowanie własne

Powyższe oszacowanie wskazuje na możliwość pozyskania (z likwidacji masy upadłości) środków rzędu ok. **104,4 mln PLN** (kwota ta nie uwzględnia kosztów postępowania upadłościowego). Oczywiście ostateczne efekty likwidacji aktywów masy upadłości odchylają się często w dół względem podobnych szacunków, wobec spełnienia wielu negatywnych ryzyk. Ostatecznie postanowiono oprzeć dalsze konkluzje na tych raczej optymistycznych założeniach.

W poniższej tabeli przedstawiono wykaz zabezpieczeń hipotecznych, ustanowionych na nieruchomościach URSUS S.A.

Tabela 2- Zabezpieczenia hipoteczne na nieruchomościach URSUS S.A.

Zabezpieczenia na nieruchomościach URSUS S.A. ustalane na podstawie wpisów hipotecznych					
lp.	Numer księgi wieczystej	Rodzaj hipoteki	Oznaczenie wierzyciela	Oznaczenie wierzytelności	Wysokość hipoteki
1	0110/00095687/7	Hipoteka umowna łączna kaucyjna	Bank Millennium S.A.	WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY KREDYTU, UMOWA O KREDYT W RACHUNKU BIEŻĄCYM NR 1/08/400/05 Z DNIA 16.09.2008R. ZE ZM.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 6567/13/400/04 Z DNIA 19-12-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 5704/13/475/04 Z DNIA 23-05-2013 R.; WEKSEL WŁASNY IN BLANCO STANOWIĄCY ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O LINIĘ NA GWARANCIE BANKOWE I AKREDYTOWY DOKUMENTOWE, UMOWA NR 5064/12/424/04 Z DNIA 08-01-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA KREDYTU NR 8040/14/475/04 Z DNIA 16-12-2014 R.; WIERZYTELNOŚĆ WEKSLOWA STANOWIĄCA ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O KREDYT REWOLWINGOWY, UMOWA NR 8040/14/474/04 Z DNIA 16-12-2014 R.; WIERZYTELNOŚĆ WEKSLOWA STANOWIĄCA ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O KREDYT OBROTOWY, UMOWA NR 6567/13/400/04 Z DNIA 19-12-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z TYTUŁU UMOWY O LINIĘ NA GWARANCIE BANKOWE I AKREDYTOWY DOKUMENTOWE, UMOWA NR 5064/12/424/04 Z DNIA 08-01-2013 R.	57 137 000,00 PLN
2	0110/00097764/2	Hipoteka umowna łączna kaucyjna	Bank Millennium S.A.	WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY KREDYTU, UMOWA O KREDYT W RACHUNKU BIEŻĄCYM NR 1/08/400/05 Z DNIA 16.09.2008R. ZE ZM.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 6567/13/400/04 Z DNIA 19-12-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 5704/13/475/04 Z DNIA 23-05-2013 R.; WEKSEL WŁASNY IN BLANCO STANOWIĄCY ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O LINIĘ NA GWARANCIE BANKOWE I AKREDYTOWY DOKUMENTOWE, UMOWA NR 5064/12/424/04 Z DNIA 08-01-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA KREDYTU NR 8040/14/475/04 Z DNIA 16-12-2014 R.; WIERZYTELNOŚĆ WEKSLOWA STANOWIĄCA ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O KREDYT REWOLWINGOWY, UMOWA NR 8040/14/474/04 Z DNIA 16-12-2014 R.; WIERZYTELNOŚĆ WEKSLOWA STANOWIĄCA ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O KREDYT OBROTOWY, UMOWA NR 6567/13/400/04 Z DNIA 19-12-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z TYTUŁU UMOWY O LINIĘ NA GWARANCIE BANKOWE I AKREDYTOWY DOKUMENTOWE, UMOWA NR 5064/12/424/04 Z DNIA 08-01-2013 R.	57 137 000,00 PLN
3	0110/00041258/5	Hipoteka umowna łączna kaucyjna	Bank Millennium S.A.	WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY KREDYTU, UMOWA O KREDYT W RACHUNKU BIEŻĄCYM NR 1/08/400/05 Z DNIA 16.09.2008R. ZE ZM.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 6567/13/400/04 Z DNIA 19-12-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 5704/13/475/04 Z DNIA 23-05-2013 R.; WEKSEL WŁASNY IN BLANCO STANOWIĄCY ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O LINIĘ NA GWARANCIE BANKOWE I AKREDYTOWY DOKUMENTOWE, UMOWA NR 5064/12/424/04 Z DNIA 08-01-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI BANKU WYNIKAJĄCE Z UMOWY KREDYTU, UMOWA KREDYTU NR 8040/14/475/04 Z DNIA 16-12-2014 R.; WIERZYTELNOŚĆ WEKSLOWA STANOWIĄCA ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O KREDYT REWOLWINGOWY, UMOWA NR 8040/14/474/04 Z DNIA 16-12-2014 R.; WIERZYTELNOŚĆ WEKSLOWA STANOWIĄCA ZABEZPIECZENIE WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU UMOWY O KREDYT OBROTOWY, UMOWA NR 6567/13/400/04 Z DNIA 19-12-2013 R.; WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z TYTUŁU UMOWY O LINIĘ NA GWARANCIE BANKOWE I AKREDYTOWY DOKUMENTOWE, UMOWA NR 5064/12/424/04 Z DNIA 08-01-2013 R.	57 137 000,00 PLN
4	0110/00012743/6	Hipoteka umowna	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.	KAPITAŁ I NALEŻNOŚCI UBOCZNE POŻYCZKI, UMOWA POŻYCZKI NR 0PP/2/2014	30 000 000,00 PLN
		Hipoteka przymusowa	Gmina Lublin	NALEŻNOŚĆ OBJĘTA TYTUŁAMI WYKONAWCYMI, ADMINISTRACYJNE TYTUŁY WYKONAWCZE: - NUMER 151/NP/2020 Z DNIA 04 CZERWCA 2020 R., - NUMER 158/NP/2020 Z DNIA 16 CZERWCA 2020 R., - NUMER 209/NP/2020 Z DNIA 08 LIPCA 2020 R.	304 338,86 PLN
5	WA1N/00040908/2	Hipoteka umowna	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.	SPŁATA KWOTY POŻYCZKI, ODSETEK UMOWYNYCH, ODSETEK ZA OPÓŹNIENIE ORAZ WŚZELKICH INNYCH NALEŻNOŚCI UBOCZNYCH I KOSZTÓW PRZEWIDZIANYCH I OKREŚLONYCH W UMOWIE POŻYCZKI, UMOWA POŻYCZKI NR 0PP/2/2014 Z DNIA 29 MAJA 2014 ROKU WRAZ ZE ZMIANAMI.	30 000 000,00 PLN
6	WA1N/00071691/3	Hipoteka umowna łączna	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	NALEŻNOŚCI GŁÓWNE Z TYTUŁU UDZIELONYCH KREDYTÓW, WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z WYSTAWIONYCH GWARANCJI BANKOWYCH ORAZ WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z OTWARTYCH AKREDYTOWY DOKUMENTOWYCH, W TYM W SZCZEGÓLNOŚCI WIERZYTELNOŚCI Z TYTUŁU DO KONANYCH WYPŁAT Z WYSTAWIONYCH GWARANCJI BANKOWYCH ORAZ OTWARTYCH AKREDYTOWY DOKUMENTOWYCH, ODSETEKI I INNE KOSZTY I NALEŻNOŚCI UBOCZNE, UMOWA LIMITU KREDYTOWEGO WIELOCELOWEGO Z DNIA 2015-10-07 NR 72 1020 3147 0000 8102 0109 7815 Z PÓŹN ZM.	37 500 000,00 PLN
7	LU1/00250100/6	Hipoteka umowna łączna	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z UMOWY LIMITU KREDYTU WIELOCELOWEGO, UMOWA NR 72 1020 3147 0000 8102 0109 7815 LIMITU KREDYTOWEGO WIELOCELOWEGO Z DNIA 7 PAŹDZIERNIKA 2015 ROKU.	37 500 000,00 PLN
8	LU1/00311416/0	Hipoteka umowna łączna	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	WIERZYTELNOŚCI WYNIKAJĄCE Z UMOWY LIMITU KREDYTU WIELOCELOWEGO, UMOWA NR 72 1020 3147 0000 8102 0109 7815 LIMITU KREDYTOWEGO WIELOCELOWEGO Z DNIA 7 PAŹDZIERNIKA 2015 ROKU.	37 500 000,00 PLN
9	LU1/00180343/9	Hipoteka umowna	BRE Bank S.A.	WIERZYTELNOŚCI OBJĘTE UMOWĄ USTANOWIENIA HIPOTEKI, UMOWA USTANOWIENIA HIPOTEKI NR 05/049/11/2/HU Z DNIA 24.11.2011 R.	25 500 000,00 PLN
		Hipoteka umowna łączna	mBank S.A.	WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY KREDYTU, UMOWA KREDYTU NR 05/005/13 Z DNIA 21 KWIEŹNIA 2015R.; WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY KREDYTU, UMOWA NR 05/061/16/Z/IN Z DNIA 28 KWIEŹNIA 2016 ROKU	2 250 000,00 PLN
		Hipoteka umowna	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	KREDYT, UMOWA KREDYTOWA NR 72 1020 3147 0000 8102 0109 7815 Z DNIA 7 PAŹDZIERNIKA 2015 R.	37 500 000,00 PLN
		Hipoteka umowna	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY KREDYTU, UMOWA KREDYTU NR 72 1020 3147 0000 8102 0109 7815 Z DNIA 7 PAŹDZIERNIKA 2015 R.	4 960 000,00 PLN
		Hipoteka umowna	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.	WIERZYTELNOŚĆ WYNIKAJĄCA Z UMOWY POŻYCZKI, UMOWA NR PPW18-005 Z DNIA 25 KWIEŹNIA 2018 ROKU	4 960 000,00 PLN
10	LU1/00314166/3	Hipoteka przymusowa	Solidexpert Polska sp. z o.o. sp. k.	NALEŻNOŚĆ OBJĘTA NAKAZEM ZAPŁATY	263 268,46 PLN

Źródło: Opracowanie własne

Z kolei jak wynika z wykazu zabezpieczeń przedstawionych przez Dłużnika, zabezpieczeniami (zastawy rejestrowe) objęte są również zapasy i znaki towarowe należące do URSUS S.A. (znak towarowy objęty zastawem rejestrowym na rzecz Agencji Rozwoju Przemysłu).

4. Preliminarz kosztów postępowania upadłościowego

Kolejnym krokiem do ustalenia szacunkowej wartości zaspokojenia wierzycieli URSUS S.A. jest oszacowanie kosztów postępowania upadłościowego (art. 230 ust. 1 PrUpad) oraz innych zobowiązań masy upadłości (art. 230 ust. 2 PrUpad).

Przy szacowaniu wydatków postępowania upadłościowego URSUS S.A. przyjęto następując założenia generalne:

- likwidacja poszczególnych składników majątku nastąpi na zasadach ogólnych, tj. odstąpienie przez SMU od sprzedaży przedsiębiorstwa w całości wobec dekompozycji przedsiębiorstwa,
- konieczność utrzymania masy upadłości w stanie niepogorszonym,
- czas trwania likwidacji masy upadłości 24 miesiące, a czas postępowania upadłościowego ogółem 36 miesięcy (założenie optymistyczne),
- wartości wydatków bez podatku od towarów i usług (którego wartość jest pomijalna wobec prawdopodobnej możliwości jego odliczenia),
- syndyk jest obowiązany podejmować działania z należytą starannością, w sposób umożliwiający optymalne wykorzystanie majątku upadłego w celu zaspokojenia wierzycieli w jak najwyższym stopniu, w szczególności przez minimalizację kosztów postępowania (art. 179 PrUpad).

Tabela 3– Szacunkowy preliminarz kosztów postępowania upadłościowego URSUS S.A. [w PLN]

Szacunkowy preliminarz kosztów postępowania upadłościowego URSUS S.A.				
Lp.	Rodzaj kosztu	Koszty postępowania upadłościowego w myśl art. 230 ust. 1 prawa upadłościowego [w PLN]	Inne zobowiązania masy upadłości w myśl art. 230 ust. 2 prawa upadłościowego [w PLN]	UWAGI
1.	Wynagrodzenie Syndyka	751 889,60		Wynagrodzenie zostało obliczone zgodnie z art. 162 PU jako suma 5 części składowych, tj: 1. trzydzieści podstaw wynagrodzenia z uwagi na sumę wypłaconej wierzytelności w ramach wykonania planów podziału tj. od 10 000 000,01 PLN do 100 000 000,00 PLN, 2. dwadzieścia podstaw wynagrodzenia zależnych od liczby pracowników zatrudnionych w dniu ogłoszenia upadłości, tj. od 201 do 400 pracowników, 3. dwadzieścia podstaw wynagrodzenia zależne od liczby wierzycieli biorących udział w postępowaniu, tj. od 501 do 1 000 wierzycieli, 4. dwadzieścia podstaw wynagrodzenia zależnych od czasu trwania postępowania przy założeniu trwania postępowania 36 miesięcy, 5. pięćdziesiąt podstaw wynagrodzenia jako część ustalona przez sąd w zależności od stopnia trudności prowadzonego postępowania i jego efektywności, w szczególności od skomplikowania sytuacji prawnej i faktycznej masy upadłości, rozproszenia majątku oraz optymalizacji kosztów postępowania
2.	Koszty obsługi księgowej masy upadłości	540 000,00		Zapreliminowano koszt księgowości w kwocie 20 000,00 PLN miesięcznie w okresie likwidacji masy upadłości oraz 5 000,00 PLN miesięcznie w pozostałym okresie postępowania upadłościowego
3.	Koszty obsługi prawnej oraz opłat sądowych masy upadłości	780 000,00		Zapreliminowano koszt obsługi prawnej w kwocie 30 000,00 PLN miesięcznie w okresie likwidacji masy upadłości oraz 5 000,00 PLN przez pozostałe 12 miesięcy postępowania; w kosztach nie uwzględniono ew. wpisów sądowych od pozwów, uznając, że należności nieściągnięte przez syndyka polubownie zostaną rzybyte w myśl art. 331 ust. 1 prawa upadłościowego
4.	Koszty ogłoszeń w MSiG	10 000,00		Zapreliminowano koszt szacunkowo 20 ogłoszeń w MSiG po 500,00 PLN
5.	Koszty obsługi rachunku bankowego masy upadłości	7 200,00		Zapreliminowano 200,00 PLN miesięcznie
6.	Koszty opisu i oszacowania majątku	200 000,00		Zapreliminowano 200 000,00 PLN na wycenę całej masy upadłości, mając na uwadze dużą ilość aktywów trwałych, tj. wielość nieruchomości i innych środków trwałych
7.	Koszty sprzedaży (ogłoszenia w prasie i internecie)	100 000,00		Przyjęto, że syndyk masy upadłości w ramach należytej staranności podejmie szereg działań marketingowych, mających na celu jak najlepsze wyeksponowanie składników masy upadłości, tj. poprzez ogłoszenia w prasie i w sieci Internet
8.	Koszty administracyjne (papier, opłaty pocztowe, toner, telefon, itp.)	180 000,00		Zapreliminowano koszty administracyjne w kwocie 5 000,00 PLN miesięcznie przez okres całego postępowania upadłościowego
9.	Koszty archiwizacji dokumentacji	210 000,00		Przyjmując, że dokumentacja przedsiębiorstwa mierzy 300 metrów bieżących przyjęto średni koszt archiwizacji jednego metra bieżącego w kwocie 700,00 PLN
10.	Koszty utrzymania majątku upadłego w stanie niepogorszonym (np. usługi serwisowe, koszty mediów, ochrona, ubezpieczenia, etc.)	2 016 000,00		Zapreliminowano szacunkowo 84 000,00 PLN miesięcznie w okresie 24 miesięcy (czas likwidacji masy upadłości); w kategorii tej mieszczą się media na minimalnym poziomie przy przelozu przedsiębiorstwa, ochrona mienia, usługi sprzątkujące, utrzymanie zieleni, ubezpieczenie mienia od podstawowych ryzyk oraz niezbędne bieżące remonty i przeglądy
11.	Podatek od nieruchomości oraz opłata za użytkowanie wieczyste	0,00	3 996 826,80	Wydatek nie stanowi jednak kosztu postępowania upadłościowego, jednak pomniejsza zaspołnienie wierzycieli
12.	Koszty rozwiązania stosunków pracy (wynagrodzeń pracowników)	0,00	2 968 534,44	Przyjęto w tym zakresie (w uproszczeniu, ostrożnie) koszt trzech miesięcy wynagrodzeń pracowników
13.	Wsparcie administracyjne syndyka masy upadłości (np. poprzez usługi zewnętrznej specjalistycznej firmy oferującej obsługę administracyjną syndyka)	720 000,00		Uwzględniono, że wobec rozmiaru masy upadłości i wielości zadań stojących przed syndykiem masy upadłości, będzie on korzystał ze wsparcia asystentów, bądź specjalistycznej firmy zajmującej się obsługą administracyjną syndyków, ustalono w tym zakresie, że ryczałt za taką obsługę masy upadłości wniwnieść 25 000,00 PLN w okresie likwidacji masy upadłości i 10 000,00 w pozostałym okresie postępowania upadłościowego
14.	Rezerwa na nieprzewidziane wydatki	180 000,00		W symulacji przyjęto rezerwę w wysokości 5 000,00 PLN miesięcznie
RAZEM KOSZTY POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWEGO [art. 230 ust. 1 PU]		5 695 089,60		
RAZEM INNE ZOBOWIĄZANIA MASY UPADŁOŚCI [art. 230 ust. 2 PU]		6 965 361,24		
RAZEM KOSZTY POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWEGO I INNE ZOBOWIĄZANIA MASY UPADŁOŚCI [art. 230 ust. 2 PU]		12 660 450,84		

Źródło: Opracowanie własne

Koszty postępowania upadłościowego URSUS S.A. oszacowano w kwocie 5 695 089,60 PLN, niemniej oszacowano również inne zobowiązania masy upadłości w kwocie 6 965 361,24 PLN, co łącznie daje wydatki postępowania upadłościowego w kwocie **12 660 450,84 PLN**.

5. Kalkulacja zaspokojenia wierzycieli URSUS S.A.

Wartość środków pieniężnych, które przysługiwać będą wierzycielom w ramach oddzielnych planów podziałów oraz ostatecznego planu podziału to różnica pomiędzy wpływami z likwidacji masy upadłości (104,4 mln PLN) a wydatkami postępowania upadłościowego, tj. 12,7 mln PLN. Kwotę możliwego zaspokojenia wierzycieli URSUS S.A. można zatem określić (wyłącznie szacunkowo) w kwocie **91,7 mln PLN**.

Mając na uwadze globalną, szacunkową kwotę wierzytelności przysługujących wierzycielom URSUS S.A., tj. ok. **325 mln PLN**, uśrednione zaspokojenie wierzycieli URSUS S.A. wyniosłoby **28,2%**. Jednocześnie należy pamiętać, że zaspokojenie to w ogromnej większości przypadłoby na rzecz wierzycieli zabezpieczonych, zaś w niewielkim stopniu zostaliby zaspokojeni wierzyciele niezabezpieczeni.

ROZDZIAŁ III: ZAŁOŻENIA RESTRUKTURYZACJI URSUS S.A. W TOKU POSTĘPOWANIA SANACYJNEGO WRAZ Z OCENĄ MOŻLIWEGO ZASPOKOJENIA WIERZYCIELI

1. Rys historyczny

Przedsiębiorstwo należące do URSUS S.A. szczyli się 125-letnią tradycją z sektora motoryzacyjnego, przodując przez dziesięciolecia w produkcji ciągników i maszyn rolniczych. Z początkiem XX wieku akcjonariusze podjęli decyzję o rozbudowie założonego w 1893 r. Przemysłowego Towarzystwa Udziałowego i rozszerzeniu produkowanego asortymentu o silniki spalinowe. W 1913 roku fabryka, będąc w pełnym rozkwicie, stała się głównym producentem silników spalinowych w Królestwie Polskim i jedynym ich dostawcą do carskiej Rosji. Niewątpliwie na przestrzeni wieku spółka odegrała niebagatelną rolę w rozwoju polskiego rolnictwa. Aktualnie spółka oferuje szeroką gamę pojazdów, maszyn i urządzeń wytwarzanych dla potrzeb rolnictwa, zarówno w kraju, jak i na świecie. Pomimo trudności, które dotknęły spółkę na przestrzeni ostatnich 3 lat, marka Ursus nie utraciła swojego znaczenia, rozpoznawalności wśród klientów polskich i zagranicznych oraz renomy, która niewątpliwie stanowi nadal podstawę do konkurowania z największymi markami branży maszyn rolniczych na świecie.

2. Aktualna struktura dłużnej spółki, przedmiot działalności

Spółka URSUS S.A. powstała w wyniku przekształcenia POL-MOT Warfama sp. z o.o. w spółkę akcyjną (dziś URSUS S.A.). Uchwała w sprawie przekształcenia spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną podjęta została w dniu 24 czerwca 1997 r. Spółka została utworzona na czas nieokreślony. Aktualny kapitał zakładowy Spółniki to 64 600 000 zł, dzieli się na 64 600 000 akcji (seria A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, N O, P, Q, R i S) po 1,00 PLN każda akcja. Akcje URSUS SA są notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Do reprezentacji Spółki uprawniony jest Zarząd. W przypadku Zarządu wieloosobowego reprezentacja jest dwuosobowa lub jeden członek zarządu wraz z prokurentem lub dwaj prokurenci łącznie.

Aktualnie w skład Zarządu Spółki wchodzi pan Andrzej Zarajczyk, oddelegowany do zarządu spółki przez Radę Nadzorczą.

Spółka posiada organ nadzoru w postaci Rady Nadzorczej, w skład której wchodzi następujące osoby:

- Andrzej Zarajczyk
- Zbigniew Janas
- Henryk Goryszewski
- Zbigniew Nita
- Marcin Witkowski.

Na początku 2020 r. doszło do połączenia spółek URSUS S.A. z URSUS BUS S.A., a w ramach realizacji procesu połączenia, dokonano zacieśnienia integracji wewnętrznej w spółce wybierając na jej siedzibę Warszawę jako kolebkę marki URSUS.

Przeważającym przedmiotem działalności Dłużnika jest produkcja maszyn dla rolnictwa i leśnictwa. Dodatkowo Dłużnik poszerzył swoją działalność o produkcję specjalistycznych kontenerów. **Nowy zakres działalności charakteryzuje się dużą dynamiką wzrostu, znacznym potencjałem i wysoką marżowością.** W tym miejscu należy nadmienić, iż od 2015 r. z uwagi na postępującą popularyzację pojazdów elektrycznych w Polsce i krajach UE oraz wraz z deklaracją rządu RP z 2016 r. dotyczącą strukturalnego planu pracy nad wprowadzeniem pojazdów elektrycznych i ich produkcji na terytorium Polski, Dłużnik pracował nad stworzeniem podwalin kompleksowego projektu produkcji pojazdów użytkowych do 3,5 t zasilanych energią elektryczną. Efektem przedmiotowych prac był pierwszy prototyp samochodu dostawczego posiadającego napęd elektryczny, zaprezentowany pod koniec 2017 r. na Kongresie 590 organizowanym przez Prezydenta RP, pod nazwą handlową „ELVI”. Kontynuując realizację projektu „Zeroemisyjny pojazd dostawczy”, elementem którego jest pojazd „ELVI” URSUS S.A. przystąpił do współpracy z BLF Corporation (Republika Korei) i w dniu 16 lutego 2021 roku wraz z BLF Corporation (Republika Korei) podpisał Memorandum of Understanding (MoU). MoU dotyczy współpracy w zakresie projektów motoryzacyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem prac nad elektrycznym pojazdem użytkowym o masie całkowitej do 3,5 tony. W MoU Strony uzgodniły rozpoczęcie współpracy nad co najmniej dwiema wersjami pojazdu, wyposażonymi odpowiednio w system akumulatorów oraz system wodorowy. W MoU uzgodniono główne założenia współpracy, podział obowiązków, harmonogram prac oraz cele. BLF będzie odpowiedzialna za zapewnienie dostaw podstawowych komponentów do produkcji oraz wsparcie inżynierskie, natomiast URSUS dokona budowy pojazdów oraz ich homologacji europejskiej. Strony przewidują prezentację pierwszych modeli na koniec

2021 roku. Nadto dłużna spółka prowadzi intensywne prace nad projektem, który zmierza do opracowania własnego układu jezdnego ciągnika rolniczego o innowacyjnej konstrukcji, zatytułowanego VIGUS.

Grupę Kapitałową URSUS tworzy jednostka dominująca, tj. URSUS S.A. oraz następujące spółki:

- URSUS Dystrybucja Sp. z o.o. – jednostka zależna
- URSUS Sp. z o.o. – jednostka zależna
- Nowe Technologie Przemysłowe Sp. z o.o. – spółka powiązana.

W tym miejscu warto nadmienić, iż mocnym atutem Dłużnika jest dysponowanie dobrze zorganizowaną siecią sprzedaży. Jest to możliwe dzięki ścisłej współpracy z URSUS Dystrybucja sp. z o.o., która posiada własne punkty dealerskie w: Kielcach, Łomży, Bielsku Podlaskim, Koszalinie i Obornikach oraz punkty dealerskie: Mega Łuków, Rolczar Pułtusk, Gold-Tur Suwałki. Dodatkowo m.in. następujące punkty dealerskie zajmują się sprzedażą wyrobów Spółki: Kracik Spytkowice, Maszrol Poręba Górna, Misiąg Jarosław, Arpis Tyszowce, Roltex Siedliszcze, Kucharscy Strzegowo, Agrobiznes Gorzów, Agrohandel Kutno, TGK Agri Kwietno.

W pierwszym kwartale 2021 r. Dłużnik zatrudnił 225 osób na umowę o pracę oraz 25 osób na umowę cywilno-prawną.

3. Geneza trudnej sytuacji finansowej

Trudna sytuacja ekonomiczna Dłużnika jest wynikiem zbiegu szeregu niekorzystnych okoliczności, na który nałożył się spadkowy trend na rynku ciągników rolniczych, co doprowadziło z kolei do pogorszenia się sytuacji finansowej Dłużnika, szczególnie w latach 2018 - 2020, pod koniec których spółka wygenerowała stratę.

Czynnikami, które w ostatnich latach miały kluczowy wpływ na pogorszenie się sytuacji finansowej Dłużnika były:

- opóźnienia w uruchomieniu procesu przyjmowania i akceptacji wniosków nowej perspektywy dotacji unijnych PROW 2014-2020,

- nierealizowanie przez tanzańskiego partnera warunków umowy na dostawę ciągników,
- nieratyfikowanie przez rząd Polski umowy na dostawę przez Spółkę do zambijskiego kontrahenta ciągników i maszyn rolniczych o wartości 100 mln USD,
- nie zawarcie przyrzeczonej umowy zakupu akcji URSUS BUS przez inwestora,
- zaostrzenie się konkurencji cenowej i produktowej na rynkach działalności Dłużnika,
- problemy płynnościowe rzutuujące na różne aspekty działalności Spółki jak np. zakupy podzespołów do produkcji,
- opóźnienia w dostawach poszczególnych komponentów oraz maszyn od dostawców z takich krajów jak m.in. Włochy i Turcja,
- negatywne skutki pandemii COVID-19.

Wskazać również można dodatkowe czynniki, na które Dłużnik nie miał wpływu, a które negatywnie wpłynęły na sytuację ekonomiczno-finansową Dłużnika, mianowicie:

- trwający proces restrukturyzacyjny w spółkach wchodzących w skład Grupy Kapitałowej do której należy URSUS S.A.,
- problemy instytucjonalne związane z realizacją kontraktów afrykańskich,
- rosnące koszty obsługi zadłużenia Spółek wchodzących w skład Grupy Kapitałowej,
- ewentualność tworzenia rezerw na mogące w przyszłości wystąpić kary umowne,
- ewentualność dokonywania odpisów aktualizujących wartość składników majątkowych, zarówno w zakresie majątku trwałego, jak i obrotowego,
- naruszenie tajemnicy przedsiębiorstwa i działanie na szkodę Spółki przez część pracowników, a w tym byłego prezesa zarządu URSUS S.A., co skutkowało złożeniem przez Spółkę w dniu 3 listopada 2020 r. zawiadomienia o popełnieniu przestępstwa,
- nieuprawniona wypłata przez byłego wiceprezesa zarządu nienależnego wynagrodzenia w kwocie 369 tys. PLN,
- przekazanie przez Komisję Nadzoru Finansowego do publicznej wiadomości, że złożyła zawiadomienie o możliwości popełnienia przestępstwa dotyczącego URSUS oraz brak upublicznienia informacji o tym, że to postępowanie zakończyło się umorzeniem wobec niestwierdzenia przez Prokuraturę popełnienia czynu zabronionego. Na skutek działania KNF renoma spółki została naruszona oraz odnotowano szkody.

Poniżej przedstawia się najważniejsze przyczyny, z podziałem na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne, które obiektywnie wpłynęły na aktualną sytuację ekonomiczno-finansową Dłużnika.

a. Czynniki zewnętrzne

Do najbardziej dotkliwych czynników zewnętrznych mających wpływ na aktualny stan Dłużnika zaliczyć należy:

- zwiększenie udziału wyrobów konkurencyjnych na rynku, spowodowane wejściem na polski rynek praktycznie wszystkich największych producentów ciągników rolniczych, przy jednoczesnym załamaniu się od 2016 roku (o ponad 50%) krajowego rynku ciągników, spowodowanego niewydolnością realizowanego przez ARiMR systemu rozdziału środków z Programu Rozwoju Obszarów Wiejskich na dopłaty do zakupów ciągników i maszyn rolniczych z budżetu, w ramach działania 4.1. PROW 2014-2020 – Modernizacja gospodarstw rolnych. Do 30 listopada 2020 r rozdysponowano tylko 59,93 % z przyznanych na ten cel 9,8 mld złotych;
- problemy z realizacją kontraktów „afrykańskich”. Eksport do Afryki został znacząco spowolniony ze względu na przeszkody biurokratyczne. Dotyczyło to w szczególności Tanzanii i Zambii. Przyczyną opóźnień w realizacji kontraktu tanzańskiego były problemy proceduralne związane z akceptacją płatności, zaś niemożność realizacji kontraktu zambijskiego na dostawę ciągników i maszyn rolniczych o łącznej wartości 100 mln USD wynikała z problemów proceduralnych związanych z brakiem ostatecznej akceptacji przez rząd RP umowy o kredyt międzyrządowy, parafowanej jeszcze w 2017 roku, w ramach której miał być realizowany kontrakt zawarty pomiędzy URSUS S.A. a spółką Industrial Development Corporation Limited (Zambia);
- pandemia koronawirusa COVID-19 - wprowadzone ograniczenia w prowadzeniu działalności gospodarczej miały oraz mogą mieć w przyszłości, w przypadku utrzymywania się stanu pandemii oraz ograniczeń z nią związanych, wpływ również na branżę producentów maszyn i urzędzeń rolniczych. Wprowadzony

w wielu krajach stan pandemii związany z koronawirusem i związane z tym ograniczenia m.in. w zakresie swobodnego przemieszczania się pomiędzy poszczególnymi krajami spowodowały czasowe wstrzymania lub opóźnienia w dostawach poszczególnych komponentów od dostawców z takich krajów jak m.in. Włochy i Turcja, co spowodowało kilkumiesięczne opóźnienia w procesie produkcyjnym ciągników rolniczych oraz imporcie. Powyższe obostrzenia ograniczyły również możliwość swobodnego prowadzenia sprzedaży eksportowej, spotkań biznesowych, prezentacji i udziału w targach branżowych, prowadzenia części działań marketingowych i handlowych, co bezpośrednio przełożyło się na zakres i możliwości produkcyjne oraz sprzedażowe Spółki.

b. Czynniki wewnętrzne

Poniżej przedstawia się czynniki wewnętrzne:

- rosnące koszty obsługi zadłużenia,
- konieczność tworzenia rezerw na mogące wystąpić w przyszłości kary umowne,
- rosnące koszty produkcji,
- wysoka kapitałochłonność produkcji,
- rosnące koszty zatrudnienia.

Dotychczas wobec Dłużnika prowadzono trzy postępowania restrukturyzacyjne, mianowicie: dwa przyspieszone postępowania układowe oraz jedno uproszczone postępowanie układowe. Plan restrukturyzacyjny, który miał doprowadzić do pozytywnego zakończenia przyspieszonego postępowania układowego spółka przedstawiła z końcem marca 2019 r. Niestety pomimo aktywnych działań podejmowanych przez Dłużnika nie udało się zrealizować kluczowych założeń ówczesnego planu. Przyjęte założenia sprzedażowe w ramach sporządzonych przez Dłużnika prognoz nie znalazły odzwierciedlenia w realnych poziomach sprzedaży, albowiem czas restrukturyzacji zbiegł się z najniższym w ciągu ostatniej dekady w Polsce, okresie sprzedaży traktorów. W roku 2019 założono jego wielkość w segmencie nowych traktorów pomiędzy 16 400 a 20 250 szt. i na bazie tej wielkości planowano sprzedaż ciągników URSUS. Niestety rok 2019 zamknął się sprzedażą na poziomie mniejszym niż w roku 2018 tj. w którym sprzedano 9 064 szt. natomiast w roku 2019 sprzedano jedynie 8 714 szt. nowych ciągników, co stanowi spadek o 3,9 % w stosunku rocznym.

Należy nadmienić, iż sprzedaż w 2020 r., pomimo determinanty w postaci obostrzeń związanych z pandemią COVID-19, zaczęła wzrastać.

Należy wskazać, iż w wyniku działań prowadzonych przez zarząd Spółki, udało się utrzymać potencjał produkcyjny przedsiębiorstwa i zbudować podstawy do dalszej restrukturyzacji. Na obecnym etapie należy wskazać na następujące efekty działań restrukturyzacyjnych:

- dzięki spłatom przez URSUS BUS części kredytów, ciężących jednocześnie na Spółce, zredukowano sumę jej zadłużenia,
- dokonano redukcji zatrudnienia w Spółce z 627 etatów w 2018 roku do 390 etatów na koniec listopada 2019 r. i do 225 etatów na 28 lutego 2021 roku,
- przeprowadzono deinvestycję poprzez sprzedaż Oddziału w Opalenicy na rzecz TRIOLIET Polska,
- w listopadzie 2019 r. uruchomiono produkcję ciągników URSUS w Tumosan w Turcji; zapewniono finansowanie dla pierwszych zakupów tych ciągników i ich sprzedaż do dealerów,
- pozyskano korzystny kontrakt i rozpoczęto produkcję kontenerów specjalistycznych, z perspektywą znacznego rozwoju w Spółce tej gałęzi produkcji,
- wynajęto hale w Biedaszkach Małych,
- wynajem hali i biur w Lublinie z możliwością otrzymania zamówienia produkcji autobusów na zlecenie,
- podwykonawstwo innowacyjnych kontenerów intermodalnych,
- wynajem części powierzchni w Dobrym Mieście czołowym dystrybutorom elektroniki,
- rosnące wpływy z tytułu sprzedaży części zamiennych,
- utrzymanie sieci sprzedaży wyrobów własnych,
- cyklicznie odnawiany kontrakt na dostawy przyczep do Szwecji.

4. Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej Dłużnika

Ostatnim rokiem obrotowym, w którym Spółka odnotowała zysk netto był 2016 rok z wynikiem na poziomie 9 621 tys. PLN. W kolejnych latach Spółka odnotowywała stratę i tak w 2017 roku wynik netto to strata 4 266 tys. PLN., w 2018 i 2019 roku to strata na

poziomie 104 280 tys. PLN i 74 606 tys. PLN. Stratę w szczególności determinowała konieczność dokonania odpisu aktualizującego wartość majątku oraz konieczność utworzenia rezerw, co nie miało wpływu na przepływy finansowe spółki i jej płynność finansową. Rok 2020 Spółka zamknęła stratą na poziomie 58 672 tys. PLN.

W 2018 r. nastąpił drastyczny spadek obrotów ze sprzedaży co istotnie wpłynęło na wygenerowanie straty. Kolejne okresy, tj. 2019 i 2020 r. to dalszy spadek obrotów, jednakże przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów.

5. Założenia wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego oraz wstępnego planu restrukturyzacyjnego

Dłużnik w swoim wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego wskazuje, iż w wyniku otwarcia postępowania sanacyjnego nie dojdzie do pokrzywdzenia wierzycieli, co więcej restrukturyzacja umożliwi znacznie większe zaspokojenie, pozwoli na kontynuowanie działalności gospodarczej, co w ocenie Dłużnika da podstawę dla dodatkowych korzyści, nie tylko w stosunku do wierzycieli, lecz również dla pracowników, czy też dostawców i usługodawców.

Dłużnik wskazał, iż aktualna wartość majątku spółki to kwota 302 mln PLN (wartość rynkowa), natomiast szacowana wartość likwidacyjna majątku to kwota 140 mln PLN²⁹. Jednocześnie wskazuje, iż kwota uzyskana ze sprzedaży majątku Dłużnika w niewielkim stopniu podlegałaby podziałowi między wierzycieli niezabezpieczonych na majątku. Aktualny poziom zabezpieczenia wskazany został przez Dłużnika na kwotę 110 mln PLN.

Dłużnik podniósł, iż samo postępowanie upadłościowe cechuje się również kosztami znacznie przewyższającymi koszty postępowania restrukturyzacyjnego. Ponadto wskazał, iż zaspokojenie wierzycieli niezabezpieczonych będzie w takim przypadku minimalne. Powołane, jak przedstawił Dłużnik, okoliczności odnoszące się do likwidacji majątku Dłużnika w formie upadłościowej powiązane z koniecznością likwidacji całego przedsiębiorstwa lub jego poszczególnych składników w efekcie wpłyną negatywnie na poziom zaspokojenia wierzycieli, który może być wyższy w razie wdrożenia planowanych kroków restrukturyzacyjnych. Tym samym uniknięcie likwidacji całego przedsiębiorstwa

²⁹ Dłużnik tym samym przyjmuje istotnie bardziej optymistyczny szacunek, aniżeli autor niniejszego opracowania.

oraz przeprowadzenie procedury sanacyjnej, w ocenie Dłużnika pozwoliłoby uniknąć negatywnych konsekwencji dla wierzycieli, a także interesu społecznego.

Dłużnik opracowując wstępny plan restrukturyzacyjny dążył do osiągnięcia następujących celów:

1. Odzyskanie trwałej płynności finansowej,
2. Przywrócenie trwałej rentowności w głównych obszarach działalności Spółki,
3. Ustabilizowanie dochodów Spółki na poziomie umożliwiającym wypracowanie akceptowanych propozycji układowych, a następnie wykonanie przyjętego w postępowaniu układu.

W ramach przyjętej przez Dłużnika strategii będą podejmowane działania prawne, organizacyjne i biznesowe, do których zalicza się w szczególności:

1. Podjęcie działań obejmujących optymalizację procesów zarządzania Spółką,
2. Dezinwestycje obejmujące wyzbycie się zbędnego lub nisko rentownego majątku Spółki,
3. Optymalizację w zakresie procesów sprzedaży oraz weryfikację asortymentu oferowanych produktów, w szczególności ciągników i maszyn rolniczych z ograniczeniem ich asortymentu do modeli wykazujących wysoką rentowność 2 – 3 typów ciągników,
4. Zwiększenie udziału w rynku krajowym ciągników i maszyn rolniczych poprzez dalszy rozwój współpracy z kontrahentami (producentami zagranicznymi z Turcji, Korei) polegającej na outsourcingu produkcji ciągników i maszyn, następnie sprzedawanych w Polsce pod logo URSUS,
5. Wynajem i dzierżawę części obiektów jak też części zakładów w zakresie w jakim może to wspomóc procesy restrukturyzacji poprzez obniżenie kosztów i pozyskanie dodatkowych źródeł przychodów bez uszczerbku dla realizacji zakładanych prognoz przychodowych,
6. Optymalizację w zakresie zatrudnienia poprzez zastosowanie trybu zwolnień grupowych i korzystanie z elastycznych modeli zatrudnienia na miarę potrzeb, gdy podjęte działania restrukturyzacyjne przyniosą efekty w postaci zwiększonej liczby zamówień i powiększenia produkcji.
7. Pozyskanie dodatkowego finansowania w toku postępowania sanacyjnego lub jako element układu po jego zatwierdzeniu poprzez emisję akcji, w celu zapewnienia

Spółce kapitału obrotowego niezbędnego do rozwoju działalności oraz w celu realizacji częściowej konwersji zobowiązań na kapitał własny, czyli oddłużenia Spółki przy wykorzystaniu instrumentów giełdowych,

8. Działania związane z pozyskaniem inwestora finansowego lub branżowego.

Podstawą nowej strategii Dłużnika jest dywersyfikacja źródeł przychodów w ramach wzmocnienia dotychczasowych gałęzi działalności oraz rozwoju nowych gałęzi działalności przy zachowaniu zasad ostrożności i minimalizowania ryzyka nowych kontraktów.

Dłużnik wskazał również informacje na temat poziomu i rodzaju ryzyka związanego z realizacją nowej strategią Spółki.

Wśród czynników wewnętrznych wymieniono:

- Dostosowanie struktury kosztowej i organizacyjnej Spółki oraz pozostałych działań do potrzeb rynku,
- Wzmocniony nadzór nad finansami Spółki w warunkach ograniczonego finansowania,
- Ograniczenie oferty handlowej do najbardziej rentownych produktów,
- Ścisła kontrola efektywności zarządzania majątkiem obrotowym w tym zwłaszcza zapasami,
- Bieżące monitorowanie ryzyk związanych z działalnością Spółki oraz podejmowanie działań mających na celu ich ograniczenie lub eliminację.

Zaś wśród czynników zewnętrznych:

- Dalszy trudny do przewidzenia przebieg pandemii Covid-19 oraz jej konsekwencje dla gospodarki w Polsce, Europie i na świecie oraz napięta sytuacja polityczna na świecie,
- Przebieg postępowania sanacyjnego oraz inne decyzje Sądu oraz wierzycieli,
- Zachowanie instytucji finansowych w tym banków i ubezpieczycieli wobec skutków toczących się w branży postępowań restrukturyzacyjnych,
- Zmiany na rynku dystrybucji oraz zachowania konsumentów,
- Efektywne wykorzystanie systemu dopłat do ciągników dla rolników i wielkość funduszy unijnych na ten cel w najbliższej perspektywie budżetowej 2021-2027,
- Uzyskanie przez Polskę odpowiadającej potrzebom miast polskich ilości środków

unijnych i zapewnienie przez Rząd Polski środków uzupełniających przeznaczonych na dofinansowanie zakupów autobusów zeroemisyjnych (Spółka ma potencjał produkcji autobusów na zlecenie),

- Zmiany technologiczne oferowanych produktów,
- Zmiany udziałów rynkowych największych dostawców i odbiorców Spółki,
- Realizacja założeń budżetowych państwa.

Dłużnik wśród istotnych planowanych środków restrukturyzacyjnych obejmujących ogólną sferę organizacji przedsiębiorstwa Spółki wykazał:

- dezinwestycje realizowane poprzez sprzedaż zbędnych lub nisko rentownych składników majątku Spółki,
- wynajem lub wdzierżawienie części majątku trwałego, w celu pozyskania środków na poczet poprawienia płynności finansowej Spółki.

W zakresie dezinwestycji dotyczącej składników majątku, Dłużnik planuje sprzedaż nieruchomości zbędnych z punktu widzenia dalszej działalności i przyjętej nowej strategii, mianowicie plan sprzedaży obejmuje następujące nieruchomości:

- nieruchomość w Lublinie przy ul. Mełgiewska (mała działka pod planowany wcześniej punkt dilerski) [KW: LU1I/00250100/6, LU1I/00311416/0, LU1S/00000785/3],
- nieruchomość w Dobrym Mieście ul. Fabryczna 6 (nieruchomość drogowa) [KW: OL1O/00041238/9],
- nieruchomość w Biedaszkach Małych [KW: OL1K/00012743/6],
- nieruchomość w Zakroczym [działka 44/3, KW: WA1N/00071691/3],
- nieruchomość w Zakroczym [działka 44/6 i 40/7, KW: WA1N/00040908/2].

W zakresie wynajmu lub dzierżawy części majątku trwałego Dłużnik w ramach środków restrukturyzacyjnych planuje zawarcie umowy najmu części powierzchni biurowej zakładu w Lublinie (jedno piętro), przy ul. Frezerów 7 i 7c [KW: LU1I/00180343/9 oraz LU1I/00314166/3]. Dodatkowo podmiot wynajmujący może przejąć 30 pracowników URSUS S.A. zatrudnionych w zakładzie w Lublinie. Nadto wśród środków restrukturyzacyjnych rozważane jest wdzierżawienie zakładu w Dobrym Mieście przy ul. Fabrycznej 21 [KW: OL1O/00095687/4, OL1O/00097764/2, OL1O/00041258/5, OL1O/00148939/3 oraz OL1O/00148936/2] wraz z przejściem pracowników tegoż

zakładu. Rozmowy w przedmiocie dzierżawy zakładu w Dobrym Mieście są na początkowym etapie.

Ponadto Dłużnik planuje zmiany:

- w sferze marketingu i sprzedaży mające na celu zwiększenie nacisku na prowadzenie stałych i konsekwentnych działań marketingowych i sprzedażowych,
- w sferze produkcji i dystrybucji polegające na koncentracji działań zmierzających do optymalizacji wykorzystania mocy produkcyjnych w celu ich elastycznego dostosowania do potrzeb rynkowych i faktycznych możliwości sprzedaży, przy wdrożeniu i wykorzystaniu nowych technologii,
- w sferze kadr polegające na optymalizacji stanu zatrudnienia poprzez wdrożenie zwolnień grupowych adekwatnych do faktycznego poziomu produkcji i potrzeb związanych z działalnością spółki,
- w sferze polityki cenowej i ekonomiczno-finansowej skupiającej się na następujących celach:
 - restrukturyzacji zadłużenia,
 - trwałego odzyskania zdolności do pokrywania kosztów działalności operacyjnej oraz kosztów postępowania sanacyjnego,
 - trwałego odzyskania płynności finansowej i zdolności kredytowej,
 - dokonanie pełnej weryfikacji zobowiązań i przychodów.

Dłużnik we wstępnym opisie kosztów związanych z planowanymi środkami restrukturyzacyjnymi wskazuje, iż średniomiesięczne stałe koszty spółki, w tym stałe koszty utrzymania zakładu w Lublinie i Dobrym Mieście wraz z kosztami wynagrodzeń to kwota około 1,4 mln PLN. Do stałych kosztów należy doliczyć koszty zmienne, w tym koszty zakupu materiałów, produktów, półproduktów i towarów – średniomiesięczna wysokość kosztów zmiennych to 3,2 mln PLN. Ponadto do powyższych kosztów należy doliczyć typowe koszty postępowania sanacyjnego, w tym koszt wynagrodzenia Zarządcy, koszt sporządzenia spisu inwentarza, koszt sporządzenia spisu wierzytelności, koszty sporządzenia testu prywatnego wierzyciela, koszty przeprowadzenia głosownia nad układem, koszty ogłoszeń i obwieszczeń oraz koszty obsługi prawnej i administracyjnej prowadzonego postępowania. Wstępnie szacowane koszty postępowania sanacyjnego to kwota około 1,56 mln PLN. Przy założeniu, że postępowanie

będzie trwać 24 miesiące, zatem średniomiesięczne koszty to kwota 65 tys. PLN.

Tym samym suma średniomiesięcznych kosztów stałych i zmiennych powiększanych o typowe koszty postępowania sanacyjnego to kwota około 4,7 mln PLN, a suma średniomiesięcznych przychodów to kwota 5,1 mln PLN. Średniomiesięczna nadwyżka środków finansowych wyniesie zatem 0,40 mln PLN.

Jak wskazuje Dłużnik w **prognozie** finansowej na lata 2021 do 2031 **planowane** nadwyżki przepływów finansowych (nadwyżka przychodów nad kosztami) z roku na rok systematycznie wzrastają i tak w 2021 roku prognozowana nadwyżka finansowa będzie wynosić 0,7 mln PLN, w 2022 roku- 2,6 mln PLN, w 2030 roku- 24,4 mln PLN, a w 2031 roku- 29,1 mln PLN.

Elementem znacznie poprawiającym płynność finansową Dłużnika będzie zawieszenie prowadzonych egzekucji i uchylenie zajęć rachunków bankowych. Na dzień sporządzenia opinii suma zablokowanych na rachunkach bankowych środków finansowych to ok. 1,3 mln PLN. Uwolnienie tej kwoty miało pozwolić Spółce pokryć pierwsze koszty postępowania sanacyjnego. Tym samym spełniony jest warunek uprawdopodobnienia, że Spółka posiada zdolność do pokrywania kosztów postępowania sanacyjnego.

Aktualnie Spółka realizuje i negocjuje poniższe umowy przychodowe (wg stanu uchwyconego we wstępnym planie restrukturyzacyjnym):

- Umowa na wykonanie 1008 przyczep dla firm ze Szwecji – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 800 tys. PLN,
- Umowa na wykonanie kontenerów socjalnych – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 40 tys. PLN,
- Umowa na wykonanie kontenerów do transportowych– szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 80 tys. PLN,
- Umowa najmu powierzchni z Neonet– szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 28 tys. PLN,
- Umowa najmu nieruchomości w Biedaszkach Małych k. Kętrzyna – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 18 tys. PLN,
- Oferta na wynajem zakładu w Dobrym Mieście – umowa i wynagrodzenie na etapie negocjacji

- Umowa kooperacji w imporcie i odsprzedaży ciągników od f-my TUMOSAN (Turcja) – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 1 000 tys. PLN,
- Umowa kooperacji w imporcie i odsprzedaży ciągników od f-my ERKUNT (Turcja) – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 1 000 tys. PLN,
- Umowa kooperacji w imporcie i odsprzedaży ciągników od f-my BRANSON (Korea Płd.) – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 300 tys. PLN,
- Oferta wynajęcia biur i hali w Lublinie – obecnie przynoszące 62 tys. PLN przychodu miesięcznie; na etapie negocjacji rozszerzenia zakresu umowy (możliwa również budowa autobusów na zlecenie),
- Projekt samochodu dostawczego wodorowego w kooperacji z f-mą BFL Corporation z Korei Płd. – projekt w trakcie realizacji, umowa na etapie negocjacji,
- Umowa konsorcjum i umowy sprzedażowe z f-mą URSUS Dystrybucja Sp. z o.o. – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 300 tys. PLN,
- Umowy dealerskie na sprzedaż maszyn rolniczych i ciągników – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 1 000 tys. PLN,
- *Paraflowany kontrakt na dostawę ciągników i maszyn rolniczych do Zambii na 100 mln USD,*
- Kontrakt na dostawy ciągników do Niemiec „Black Bear” – szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 500 tys. PLN,
- części zamienne - szacowane miesięczne przychody z tej umowy to 300 tys. PLN.

Razem planowany miesięczny przychód z powyższych kontraktów to kwota w granicach 5,5 do 5,9 mln zł. Należy w tym miejscu zaznaczyć, iż przychody w styczniu i lutym 2021 r. wynosiły ok. 5,2 mln PLN.

W zakresie propozycji układowych, Dłużnik planuje (jak to wynika z propozycji układowych przedstawionych w załączeniu do wstępnego planu restrukturyzacyjnego) przedstawić propozycje układowe wierzycielom przyseregowanym do ośmiu grup wierzycieli, tj. (przedstawiono pogładowo główne założenia spłaty):

- grupa I (wierzyciele zabezpieczeni) – spłata zobowiązań zgodnie z warunkami określonymi w osobnych porozumieniach restrukturyzacyjnych,
- grupa II (wierzyciele finansowi) - spłata 50% należności głównej i umorzenie pozostałych wierzytelności (sposób spłaty: 8-letnie obligacje zamienne na akcje URSUS S.A.),

- grupa III (wierzyciele określani w art. 160 PrRestr) - spłata całości wierzytelności w czterech ratach,
- grupa IV (wierzyciele określone w art. 161 ust. 1 pkt 4 PrRestr) - spłata 50% należności głównej i umorzenie pozostałych wierzytelności (sposób spłaty: konwersja długu na akcje URSUS S.A.),
- grupa V (pozostałe wierzytelności publicznoprawne) - spłata 50% należności głównej i umorzenie pozostałych wierzytelności (sposób spłaty: konwersja długu na akcje URSUS S.A. lub spłata w szesnastu kwartalnych ratach),
- grupa VI (wierzyciele drobni, należność główna do 30 tys. PLN) - spłata kwoty należności głównej do 15 tys. PLN miałyby zostać spłacone do sześciu miesięcy od daty uprawomocnienia się postanowienia o zatwierdzeniu układu (z zastrzeżeniem możliwości wzajemnego potrącenia); umorzenie 50% kwoty należności głównej powyżej 15 tys. PLN i spłata w terminie sześciu miesięcy od daty uprawomocnienia się postanowienia o zatwierdzeniu układu; umorzenie wierzytelności ubocznych,
- grupa VII (wierzytelności powyżej 30 tys. PLN) - spłata 50% należności głównej i umorzenie pozostałych wierzytelności (sposób spłaty: konwersja długu na akcje URSUS S.A.),
- grupa VIII (pozostali wierzyciele z tytułu różnego rodzaju roszczeń³⁰) – spłata 8% wierzytelności (sposób spłaty: konwersja długu na akcje URSUS S.A.).

Konkludując Dłużnik przedstawił kompleksowy program polepszenia swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Doświadczenie Dłużnika w segmencie prowadzonej przez niego działalności, posiadana przez niego renoma oraz wdrożenie środków restrukturyzacyjnych pozwala domniemywać, iż będzie on w stanie osiągnąć przychody na zaspokajanie kosztów

³⁰ Tj. wierzytelności z tytułu:

- 1) niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania innego niż pieniężne, w tym, lecz nie wyłącznie:
 - a) z tytułu opóźnienia lub zwłoki w spełnieniu świadczenia innego niż pieniężne,
 - b) odszkodowań za niewykonanie i nienależyte wykonanie zobowiązania innego niż pieniężne,
 - c) kar umownych i odsetek innych niż od zobowiązań pieniężnych,
 - d) świadczeń gwarancyjnych,
 - e) rękojmi,
- 2) roszczeń o zwrot utraconych korzyści - niezależnie od źródła zobowiązania,
- 3) bezpodstawnego wzbogacenia,
- 4) szkody wyrządzonej czynem niedozwolonym,
- 5) odpowiedzialności za niewykonanie, nienależyte wykonanie zobowiązania umownego przez osobę trzecią, innego niż gwarancja pieniężna lub poręczenie za zobowiązania pieniężne,
- 6) odpowiedzialności za czyny niedozwolone osoby trzeciej,
- 7) innych zobowiązań pozaumownych nieujętych w innych Grupach.



prowadzonej działalności, w tym kosztów postępowania sanacyjnego. **W ocenie eksperta Dłużnik należycie przedstawił całokształt planowanych działań, który nie budzi wątpliwości z ekonomicznego i menedżerskiego punktu widzenia.**

ROZDZIAŁ IV: KONKLUZJE W KONTEKŚCIE ZESTAWIENIA KORZYŚCI WIERZYCIELI W TOKU POSTĘPOWANIA UPADŁOŚCIOWEGO ORAZ POSTĘPOWANIA SANACYJNEGO

1. Uwagi ogólne

Jak już wskazano w rozdziale I, przesłanką do odmowy otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego (w przypadku URSUS S.A. – postępowania sanacyjnego), byłoby pokrzywdzenie wierzycieli, o którym w art. 8 ust. 1 PrRestr, zaś autor niniejszego opracowania przyjął, że o pokrzywdzeniu wierzycieli może być mowa, jeśli:

- postępowanie sanacyjne URSUS S.A. prowadziłyby do rażąco niższego zaspokojenia wierzycieli, aniżeli postępowanie upadłościowe,
- postępowanie sanacyjne URSUS S.A. nie miałyby szans na osiągnięcie celu postępowania, określonego w art. 3 ust. 1 PrRestr, tj. uniknięcie upadłości, zawarcie układu z wierzycielami oraz przeprowadzenie działań sanacyjnych,
- postępowanie sanacyjne dążyłoby do zmniejszenia szans wierzycieli na zaspokojenie (np. poprzez czynności uszczuplające jego majątek).

W tym celu w niniejszym opracowaniu przeprowadzono analizę hipotetycznego przebiegu i efektu postępowania upadłościowego oraz koncepcji restrukturyzacyjnej przedstawionej przez Dłużnika, a mieszczącej się w ramach postępowania sanacyjnego (którego dłużnikowi na obecnym etapie odmówiono).

2. Zaspokojenie wierzycieli - zestawienie postępowania upadłościowego i sanacyjnego

W tym miejscu należy nadmienić, że porównanie zaspokojenia wierzycieli w wariacie upadłościowym i restrukturyzacyjnym dokonano przede wszystkim ze względu na tezę dowodową postawioną autorowi niniejszego opracowania. Z całokształtu sprawy nie można bowiem już bez pogłębionej analizy wywieść, by skutkiem postępowania restrukturyzacyjnego i ewentualnie zawartego układu miało być rażąco niższe zaspokojenie, aniżeli w toku postępowania upadłościowego, a zatem nie można mówić w wypadku URSUS S.A. o pokrzywdzeniu wierzycieli w myśl art. 8 ust 1 PrRestr.

Przypomnieć należy, że predykcja zaspokojenia wierzycieli w toku postępowania upadłościowego prowadzi do wniosku, że mogliby oni liczyć szacunkowo na zaspokojenie **28,2%** ogółu wierzytelności przysługujących wierzycielom, zaś szacunek ten oparty jest w ocenie eksperta na nadal optymistycznych założeniach co do możliwych wpływów z likwidacji masy upadłości. Jednocześnie trzeba zaznaczyć, że w ogromnej części byłoby to zaspokojenie wierzycieli zabezpieczonych (oczywiście również częściowo), **zaś zabezpieczenie wierzycieli niezabezpieczonych byłoby (o ile w ogóle możliwe) szczątkowe**. Nie sposób odnieść się w tej sytuacji do faktu, że o ile **postępowanie upadłościowe służyć miałyby kilku wierzycielom zabezpieczonym, to stanowiłoby o niepowetowanej stracie kilkuset wierzycieli niezabezpieczonych, którzy prawdopodobnie bezpowrotnie utraciliby szanse na zaspokojenie swoich wierzytelności**. **Uśredniony interes wierzycieli w takim kontekście bez wątpienia przemawia za opcją restrukturyzacyjną w przypadku URSUS S.A.**

Przedstawione przez Dłużnika tezy restrukturyzacyjne, a w szczególności propozycje układowe pozwalają bowiem mówić o potencjalnym zaspokojeniu wierzycieli zabezpieczonych w stopniu **niemniejszym** niż w przypadku postępowania upadłościowego, przy czym ich spłata odbyłaby się poprzez konwersję długu na majątek. W zakresie wierzycieli niezabezpieczonych, mogliby oni zwykle liczyć na zaspokojenie co najmniej 50% należności głównej³¹, uzyskanej poprzez spłatę, bądź konwersję długu na akcje, **co z pewnością determinowałoby wyższe zaspokojenie wierzycieli właśnie w wariantcie restrukturyzacyjnym**.

Przypomnieć należy zatem, że w istocie na zaspokojenie w toku postępowania upadłościowego URSUS S.A. mogliby liczyć głównie wierzyciele zabezpieczeni. Nie ma zatem najmniejszych wątpliwości, że w razie zawarcia, zatwierdzenia i wykonania układu przez Dłużnika (tj. dzięki otwarciu postępowania sanacyjnego) wierzyciele niezabezpieczeni mogliby zostać zaspokojeni w stopniu zdecydowanie wyższym, aniżeli w toku postępowania upadłościowego. Można wręcz stwierdzić, że **postępowanie upadłościowe pozbawi wierzycieli niezabezpieczonych szans na znaczące zaspokojenie wierzytelności**. Postępowanie sanacyjne stanowiłoby (co najmniej) o przedłużeniu szans na zaspokojenie tej grupy wierzycieli, którzy nie są uprzywilejowani na skutek ustanowionych na majątku Dłużnika zabezpieczeń, nie pogorszyłyby zaś w żaden sposób sytuacji wierzycieli zabezpieczonych na majątku Dłużnika.

³¹ Odmienne propozycje dla grup III, VI i VIII, jednakże tylko dla grupy VIII propozycje mniej korzystne niż spłata 50% należności głównej.

Oczywiście szereg wierzycieli zostałoby zaspokojonych poprzez konwersję długu na akcje, jednakże rozwiązanie takie nie powinno budzić wątpliwości, jako spotykane w praktyce układów zawieranych przez większe przedsiębiorstwa, a zwłaszcza te notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rozwiązanie takie trudno też uznać za niekorzystne dla wierzycieli - uzyskanie akcji notowanych na giełdzie (co stanowi o ich dużej płynności, to jest możliwości ich spieniężenia) podmiotu, którego restrukturyzacja się powiodła, byłoby szansą de facto na jeszcze wyższe zaspokojenie poprzez możliwy wzrost wartości akcji (gdyż spodziewać się należy, że konwersja nastąpiłaby po kursie korzystnym dla wierzycieli, tj. niskim).

Reasumując, **wierzyciele niezabezpieczeni mogą oczekiwać od postępowania sanacyjnego URSUS S.A. znacznie wyższego zaspokojenia, aniżeli w toku postępowania upadłościowego**, zaś wierzyciele zabezpieczeni na zaspokojenie co najmniej na takim poziomie, jak w razie ogłoszenia upadłości. Zatem nie dość, że nie można w tym przypadku mówić o rażąco wyższym zaspokojeniu w toku postępowania upadłościowego (co w świetle niektórych poglądów doktryny i orzecznictwa stanowiłoby pokrzywdzenie wierzycieli w myśl art. 8 ust. 1 PrRestr), to jeszcze należy zauważyć, że jest dokładnie odwrotnie – **to postępowanie sanacyjne może przynieść wierzycielom rażąco wyższe korzyści rozumiane jako ich zaspokojeniem**.

Nie bez powodu w niniejszym opracowaniu zaspokojenie wierzycieli określono jako bezpośrednie korzyści wierzycielskie, gdyż nie można tracić z pola widzenia również korzyści pośrednich, o jakich stanowi przetrwanie kontrahenta (URSUS S.A.) dla wierzycieli Dłużnika, czy też jego pracowników. **Te pośrednie korzyści, choć nie mogą zostać oszacowane w sposób wymierny, bez wątpienia również nadają sens restrukturyzacji URSUS S.A.**

3. Szanse na osiągnięcie celu postępowania restrukturyzacyjnego

Każda działalność gospodarcza jest z natury rzeczy obarczona wieloma ryzykami, które m.in. określamy jako wewnętrzne, zewnętrzne, a także staramy się ocenić ich poziom. Nie inaczej jest w przypadku przedsiębiorcy w toku postępowania restrukturyzacyjnego, w przypadku którego niektóre ryzyka ulegają znacznemu uwypukleniu, a ocena ich poziomu wzrasta. W tym kontekście ocena szans na osiągnięcie celu postępowania restrukturyzacyjnego powinna identyfikować ryzyka i dokonywać ich oceny, prowadzącej

do ustalenia, który scenariusz jest bardziej prawdopodobny, co powinno posłużyć do wyboru najoptymalniejszej ścieżki postępowania dla danego Dłużnika.

Postępowanie sanacyjne URSUS S.A. bez wątpienia obarczone byłoby wieloma ryzykami, ale nie można tracić z pola widzenia, że **jego powodzenie prowadziło do istotnie wyższego zaspokojenia wierzycieli**. Jednocześnie wierzyciele staliby się akcjonariuszami, a zatem zyskaliby wpływ na Spółkę. Inicjatywy restrukturyzacyjne Dłużnika należy ocenić pozytywnie, jako wyraz dużej aktywności URSUS S.A. Koncepcje restrukturyzacyjne Dłużnika oparte są na wszechstronnej i rzeczowej analizie szans biznesowych Dłużnika, a przy tym Dłużnik przedstawił rzetelnie ryzyka, jakie towarzyszą tym inicjatywom. URSUS S.A. to spółka o ugruntowanej pozycji rynkowej, która wynikami z lat poprzedzających obecną kryzysową sytuację pokazała należytą dynamikę, innowacyjność i zdolność do generowania dodatnich przepływów pieniężnych.

W kontekście art. 8 ust. 1 PrRestr i potencjalnego pokrzywdzenia wierzycieli, trudno jest wywodzić na tyle daleko idące wnioski, że koncepcja postępowania sanacyjnego miałaby pokrzywdzić wierzycieli, jako niemająca szans. Brak jest przynajmniej jednoznacznych przesłanek do tego, by tak w sposób uzasadniony twierdzić. W ocenie autora niniejszej opinii tylko wszechstronna analiza wiodąca do zaprzeczenia teom restrukturyzacyjnym Dłużnika mogłaby prowadzić do odmowy otwarcia postępowania sanacyjnego, przy czym w niniejszej sprawie brak jest śladów takiej analizy. Wręcz odwrotnie - na ustalenia tymczasowego nadzorcy sądowego Dłużnika składały się m.in. takie konkluzje, jak:

*„W opinii Tymczasowego nadzorcy sądowego **założenia wstępnego planu restrukturyzacyjnego są możliwe do zrealizowania**. Wskazać przy tym należy, iż **otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego URSUS S.A. z siedzibą w Warszawie pozwoli na polepszenie sytuacji operacyjnej Spółki**, przy jednoczesnym poszanowaniu słusznych interesów jej wierzycieli. Wykonywanie założeń wstępnego planu restrukturyzacyjnego nie ma na celu doprowadzenia do pokrzywdzenia wierzycieli Dłużnika, a zatem w odniesieniu do przedmiotowego postępowania nie występuje również druga negatywna przesłanka otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, wskazana w art. 8 ust. 1 pr. rest.”*

Zaproponowana ścieżka restrukturyzacji URSUS S.A. w toku postępowania sanacyjnego spotkała się zatem z pozytywną oceną tymczasowego nadzorcy sądowego, co

nie dziwi wobec tego, że została ona tak szeroko omówiona w dokumentach przedstawionych przez Dłużnika.

Koncepcja restrukturyzacji URSUS S.A. przedstawiona we wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego omawia środki restrukturyzacyjne, które są wykonalne i mogą prowadzić do pełnego zrestrukturyzowania Dłużnika, a jednocześnie do wysokiego zaspokojenia wierzycieli (zarówno zabezpieczonych, jak i niezabezpieczonych). Jak każdy plan, łączy się z różnego rodzaju ryzykiem i pewne jego elementy mogą zakończyć się niepowodzeniem, jednakże całościowo należy ocenić pozytywnie program restrukturyzacji URSUS S.A., a co najmniej nie można na bazie jego analizy wywieść konkluzji zdecydowanie przeciwnych, które wiodłyby do jego podważenia i uznania, że jest on nierealny i wiedzie przez to do pokrzywdzenia wierzycieli w myśl art. 8 PrRestr.

4. Ryzyko zmniejszenia szans na zaspokojenie wierzycieli

Analiza tez restrukturyzacyjnych Dłużnika oraz uwzględnienie mechanizmów ochrony słusznym interesów wierzycieli prowadzi do wniosku, że postępowanie sanacyjne w żaden sposób nie zmniejszy szans wierzycieli na zaspokojenie ich roszczeń nawet w razie niepowodzenia działań restrukturyzacyjnych. Ewentualne niepowodzenie postępowania restrukturyzacyjnego prowadziłyby do późniejszego ogłoszenia upadłości URSUS S.A., a w ramach otwartego postępowania upadłościowego wierzyciele mogliby liczyć na zaspokojenie zbliżone do tego, które toczy się obecnie.

5. Pozostałe uwagi

Autor niniejszego opracowania oczywiście zdaje sobie sprawę z faktu niepowodzenia uprzednio podjętych prób restrukturyzacji URSUS S.A. i szeregu ryzyk, z jakimi związana jest dalsza próba sanacji przedsiębiorstwa URSUS S.A., jednakże bierze przy tym pod uwagę, że:

- to postępowanie sanacyjne jest najbardziej kompleksowym pod względem narzędzi restrukturyzacyjnych postępowaniem (z czterech, które zna prawo restrukturyzacyjne), które umożliwi Dłużnikowi przeprowadzenie kluczowych

działań sanacyjnych, korzystając m.in. z uprawnień, jakie posiada zarządca w postępowaniu sanacyjnym,

- postępowanie sanacyjne nie narusza interesów wierzycieli, a nawet jego niepowodzenie nie zniweczy szans na zaspokojenie wierzycieli w toku postępowania upadłościowego (sytuacja po prostu wróciłaby do punktu wyjścia),
- postępowanie sanacyjne potencjalnie dąży do znacznie wyższego zaspokojenia wierzycieli URSUS S.A., wynikającego z przetrwania przedsiębiorstwa i nieponiesienia wysokich kosztów postępowania upadłościowego,
- postępowanie sanacyjne maksymalizuje szansę na utrzymanie przedsiębiorstwa Dłużnika, a przez to miejsc pracy, ale także -co warto podkreślić- przetrwania jednego z najbardziej rozpoznawalnych polskich przedsiębiorstw i produkcji polskich maszyn rolniczych.

ROZDZIAŁ V: OGRANICZENIA OPINII I ZASTRZEŻENIA AUTORA OPINII

1. Ograniczenia opinii i zastrzeżenia autora opinii

Autor wskazuje na następujące ograniczenia i zastrzeżenia do niniejszej opinii:

- ✓ Opiniujący przyjął, że przedstawione przez Zamawiającego dokumenty oraz oświadczenia, w toku czynności analityczno-badawczych biegłego obrazują/dokumentują rzeczywiste zdarzenia gospodarcze oraz ich skutki dla sytuacji majątkowej Spółki,
- ✓ Opiniujący nie ponosi odpowiedzialności za rzetelność i prawdziwość danych udostępnionych przez Zamawiającego w toku prac analityczno-badawczych,
- ✓ Opracowanie podlega ochronie wynikającej z ustawy o prawie autorskim i prawach pokrewnych,
- ✓ Opiniujący nie ponosi odpowiedzialności wynikającej z oczywistych omyłek pisarskich, rachunkowych i innych.

2. Oświadczenia autora opinii

- ✓ Opiniujący oświadcza, że nie zaszły żadne przesłanki do wyłączenia go z opiniowania w niniejszej sprawie,
- ✓ Analizy, opinie, konkluzje zawarte w opracowaniu są bezstronne, obiektywne i są ograniczone przez przyjęte założenia i warunki ograniczające,
- ✓ Zlecenie opinii nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w opinii wniosków i konkluzji z góry założonych,
- ✓ Wynagrodzenie opiniującego nie było uzależnione od przedstawienia w opinii wniosków lub konkluzji, z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami, uzyskania z góry założonego rezultatu lub konkluzji korzystnej dla Zamawiającego,
- ✓ Opracowanie przygotowano w 6 egz., w tym 5 dla Zamawiającego.

SPIS TABEL

Tabela 1- Szacunkowa wycena aktywów URSUS S.A. w toku postępowania upadłościowego [w PLN]	25
Tabela 2- Zabezpieczenia hipoteczne na nieruchomościach URSUS S.A.	26
Tabela 3- Szacunkowy preliminarz kosztów postępowania upadłościowego URSUS S.A. [w PLN]	28

Opracował:

- Jakub Michalak³²



.....

/podpis/

Katowice, 26 lipca 2021 r.

³² Ekspert w zakresie:

- I- wyceny przedsiębiorstw, w tym na potrzeby postępowań upadłościowych, przygotowanej likwidacji (prepack) oraz restrukturyzacyjnych;
- II- wyceny szkody w obrocie gospodarczym, w tym utraconych korzyści;
- III- określenia momentu wystąpienia przesłanek do ogłoszenia upadłości na potrzeby postępowań w przedmiocie odpowiedzialności członków zarządu spółek z ograniczoną odpowiedzialnością w związku z art. 299 kodeksu spółek handlowych oraz członków zarządu spółek prawa handlowego w związku z art. 116 Ordynacji podatkowej oraz w związku z art. 21 i art. 373 Prawa upadłościowego, a także momentu wystąpienia stanu zagrożenia niewypłacalnością w kontekście art. 300-302 Kodeksu karnego;
- IV- szacowania wartości szkody wierzycieli w postępowaniach z art. 299 kodeksu spółek handlowych, a także w kontekście art. 373 Prawa upadłościowego;
- V- badania racjonalności i zasadności decyzji zarządczych w związku z odpowiedzialnością karną, o której mowa w art. 296 kodeksu karnego w zw. z art. 308 kodeksu karnego, a także ustalania dopuszczalnych ram ryzyka gospodarczego, charakterystycznego dla otoczenia przedsiębiorstwa/jednostki gospodarczej.