

dr Ulyana Zaremba
Marta Latoń



Plan na

Restruk- turyzację

Prawo, liczby
i zdrowy rozsądek

Spis treści

03

Słowem wstępu

09

Bez właściwej diagnozy nie ma ratunku. Jak identyfikacja przyczyn warunkuje skuteczność procesu restrukturyzacji?

14

Plan restrukturyzacyjny czy plan na restrukturyzację? Praca zespołowa a może „challenge” dla księgowej

23

Od liczb do działania. Jak zbudować plan, który naprawdę działa?

28

Propozycje źródeł finansowania przedsiębiorstwa w restrukturyzacji

31

Model finansowy w postępowaniu restrukturyzacyjnym - kluczowe narzędzie planowania

44

Zmiany w prawie restrukturyzacyjnym – co przyniesie implementacja unijnej dyrektywy?

Słowem wstępu

Od liczb wszystko się zaczyna i na liczbach się kończy. Dlatego na początek proponujemy nieco statystyk. Tylko w I kwartale 2025 roku ponad 1300 przedsiębiorstw zdecydowało się na skorzystanie z instrumentów prawa restrukturyzacyjnego. To wzrost o 19% w porównaniu z analogicznym okresem 2024 roku i o 30% względem pierwszego kwartału 2023 roku.

Największą popularnością nadal cieszy się postępowanie o zatwierdzenie układu, choć jego skuteczność – rozumiana jako odsetek zatwierdzonych układów w stosunku do ogólnej liczby zakończonych postępowań restrukturyzacyjnych - wynosi średnio 55%. Co więcej, zatwierdzenie układu przez sąd nie jest równoznaczne z posiadaniem realnej zdolności do jego wykonania. Z analizy danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Zadłużonych wynika, że w I kwartale 2025 roku sądy wydały jedynie 16 postanowień o wykonaniu układu, podczas gdy 199 postanowień dotyczyło uchylenia wcześniej zatwierdzonego układu.

Czy właściwe przygotowanie się do restrukturyzacji może zwiększyć szanse na sukces? Naszym zdaniem – zdecydowanie tak. Warunkiem jest jednak posiadanie przemyślanego planu na restrukturyzację i potraktowanie całego procesu jak projektu: z jasno określonym celem, ramami czasowymi, dedykowanym zespołem oraz wyraźnie zdefiniowanymi etapami realizacji.

Słowa Alberta Einsteina - „In the middle of difficulty lies opportunity.” - doskonale oddają ideę, która przyświeca planom restrukturyzacyjnym. Kryzysy w działalności przedsiębiorstw, mimo swojej złożoności i presji decyzyjnej, mogą stać się impulsem do głębokiej refleksji oraz strategicznej zmiany. Restrukturyzacja nie sprowadza się wyłącznie do rozłożenia zobowiązań na raty – to proces, który stwarza realną możliwość odbudowy stabilności finansowej i odświeżenia modelu funkcjonowania przedsiębiorstwa w perspektywie średnio i długoterminowej.

W tym duchu powstał niniejszy poradnik. Dzielimy się w nim refleksjami, praktycznymi wskazówkami oraz pogłębioną analizą kluczowych zagadnień restrukturyzacyjnych. Naszym celem jest wsparcie prawników, którzy stoją na pierwszej linii doradztwa i interwencji w najtrudniejszych momentach funkcjonowania przedsiębiorstw. W obliczu dynamicznych zmian gospodarczych to właśnie precyzyjna diagnoza sytuacji, umiejętność interpretacji liczb oraz zdrowy rozsądek stają się fundamentem skutecznych działań restrukturyzacyjnych. Wierzymy, że prezentowane w poradniku materiały, oparte na praktyce i doświadczeniu, staną się dla Was realnym wsparciem w pracy z klientami - pomagając podejmować trafne decyzje, które umożliwią firmom przetrwanie i dalszy rozwój - nawet w najbardziej wymagających okolicznościach.

Inspirującej lektury!



dr Ulyana Zaremba

Ekspertka ds. Restrukturyzacji. Członek zespołu Instytutu Prawa Upadłościowego i Restrukturyzacyjnego oraz Badań nad Niewypłacalnością przy Uczelni Łazarskiego w Warszawie. Wieloletni pracownik naukowy i wykładowca akademicki. Autorka licznych artykułów i monografii naukowych z zakresu restrukturyzacji, metod prognozowania bankructwa oraz zarządzania finansami przedsiębiorstw.

Z powodzeniem wspiera przedsiębiorców, nadzorców i zarządców w skutecznym prowadzeniu postępowań restrukturyzacyjnych, opierając się na wiedzy praktycznej zdobytej podczas realizacji badań aktowych. W CMT odpowiada m.in. za przygotowanie dokumentów na potrzeby postępowań restrukturyzacyjnych, w tym za przeprowadzanie analiz finansowych oraz planowanie działań restrukturyzacyjnych. Specjalizuje się w tworzeniu planów restrukturyzacyjnych oraz sporządzeniu testów prywatnego wierzyciela, testów prywatnego inwestora i testów zaspokojenia.





Marta Latoń

Menedżerka CMT w zespole corporate finance. Odpowiedzialna między innymi za realizację projektów restrukturyzacyjnych dla średnich i dużych przedsiębiorstw. Interdyscyplinarny zestaw kompetencji nabytych podczas tworzenia dziesiątek wycen przedsiębiorstw, analiz i modeli finansowych, a także doświadczenie związane z obszarem doradztwa transakcyjnego M&A wykorzystuje z powodzeniem w ramach realizacji kompleksowych i wielopoziomowych postępowań restrukturyzacyjnych.

Współpracuje z licznymi doradcami, zarządcami oraz nadzorcami w ramach toczących się postępowań restrukturyzacyjnych. Prowadzi zajęcia w ramach studiów podyplomowych stworzonych z myślą o doradcach restrukturyzacyjnych organizowanych przez Uczelnię Łazarskiego w Warszawie.



Zaufany partner kancelarii prawnej w dziedzinie finansów przedsiębiorstw

Eksperci CMT biorą aktywny udział w licznych postępowaniach restrukturyzacyjnych. Wspierają właścicieli oraz zarządy przedsiębiorstw doświadczających trudności. Od wielu lat z sukcesami współpracują z czołowymi ekspertami prawa restrukturyzacyjnego. W swojej praktyce skupiają się na opracowywaniu efektywnych rozwiązań, które wpływają na poprawę kondycji finansowej firmy. Przygotowują wstępne i właściwe plany restrukturyzacyjne. Tworzą modele finansowe, które stanowią podstawę projekcji finansowych zawartych w planach restrukturyzacyjnych oraz pomagają formułować i oceniać propozycje układowe.

Wspierają nadzorców i zarządców w monitorowaniu sytuacji finansowej restrukturyzowanych spółek, jak i w przygotowywaniu wycen, analiz czy testów prywatnego wierzyciela (TPW). Doświadczenia wyniesione z podstawowej działalności firmy, jaką jest doradztwo M&A, wykorzystują w ramach restrukturyzacji, które obejmują projekty związane z: poszukiwaniem finansowania, pozyskiwaniem inwestora, jak i sprzedażą spółek zależnych restrukturyzowanych przedsiębiorstw.

Ofertę CMT uzupełniają usługi z zakresu wycen przedsiębiorstw i ich aktywów, tworzenia eksperckich opinii ekonomicznych oraz zarządzania ryzykiem cen transferowych.

Ekspert CMT to nie tylko praktycy, ale również aktywni wykładowcy na uczelniach wyższych posiadający tytuły naukowe oraz prestiżowe, międzynarodowe certyfikaty zawodowe.

Wśród nich spotkać można autorów publikacji naukowych oraz komentarzy eksperckich dotyczących finansów przedsiębiorstw. Wspólnie przygotowali dziesiątki opinii ekonomicznych dotyczących wartości szkód i utraconych korzyści oraz innych opinii na potrzeby sporów toczonych przed sądami powszechnymi oraz arbitrażowymi.

Dowiedz się więcej



Bez właściwej diagnozy nie ma ratunku:

Jak identyfikacja przyczyn warunkuje skuteczność procesu restrukturyzacji?

W myśl ustawy Prawo restrukturyzacyjne zarówno wstępny plan restrukturyzacyjny, jak też ten właściwy, powinien zawierać analizę przyczyn trudnej sytuacji ekonomicznej dłużnika. Ustawodawca, określając minimalne wymogi dotyczące zawartości planu restrukturyzacyjnego, podkreśla kluczowe znaczenie identyfikacji przyczyn zaistniałej sytuacji. **Przyczyny niewypłacalności najczęściej dzieli się na czynniki zewnętrzne (np. niekorzystne warunki rynkowe, zmiany legislacyjne, kryzysy makroekonomiczne) oraz czynniki wewnętrzne (np. błędy w decyzjach zarządczych, niedostosowana polityka finansowania, problemy organizacyjne).** Podanie w planie restrukturyzacyjnym

wyłącznie czynników zewnętrznych może wskazywać na brak prawidłowej identyfikacji źródeł problemu, utrudniać dobór środków restrukturyzacyjnych i zmniejszać wiarygodność planu w oczach wierzycieli.

Zadając przedsiębiorcy pytanie jakie są przyczyny jego trudnej sytuacji finansowej lub co jest powodem utraty płynności często słyszymy:

- wzrost stóp procentowych przyczynił się do utraty zdolności obsługi zadłużenia,
- wzrost płacy minimalnej i cen energii doprowadziły do wzrostu kosztów operacyjnych,
- wysoka inflacja i spowolnienie gospodarcze skutkowały spadkiem popytu na oferowane przez spółkę produkty i usługi,
- wojna na Ukrainie zakłóciła łańcuchy dostaw, a sankcje ograniczyły możliwości handlowe,
- brak zapłaty dużej kwoty przez kontrahenta, który ogłosił upadłość,
- eksportujemy, a znaczący spadek kursu walutowego doprowadził do strat.

Wszystkie wyżej wymienione czynniki to elementy otoczenia makroekonomicznego, na które przedsiębiorstwo nie ma bezpośredniego wpływu. Sama ich obecność nie jest jedyną

przyczyną problemów przedsiębiorstwa, lecz zewnętrznym wyzwaniem, które ujawnia słabości wewnętrzne, takie jak nieodpowiednia strategia zarządzania ryzykiem, nieefektywna struktura kosztowa czy błędy w planowaniu finansowym.

Jeśli sukces restrukturyzacji jest uwarunkowany spadkiem stóp procentowych, ożywieniem gospodarczym, obniżeniem poziomu inflacji czy stabilizacją kursów walutowych, to stoi on niestety pod dużym znakiem zapytania.

Jak przedsiębiorstwo ma wykonać układ, jeśli osoby zarządzające nie dostrzegają obszarów wymagających poprawy? Poniżej przykładowa lista pytań, która pomoże zidentyfikować przyczyny wewnętrzne:

- Czy w firmie występuje nadmierne zadłużenie?
- Czy angażowano nadmierne środki finansowe w inwestycje, co doprowadziło do przeinwestowania?
- W jaki sposób firma zabezpiecza transakcje przed ryzykiem kursu walutowego?
- Jak wygląda struktura kosztów i czy jest optymalna?
- Czy występuje dywersyfikacja źródeł dostaw i rynków zbytu?

- Czy prowadzony jest monitoring należności i wdrożone są procedury windykacyjne?
- Czy istnieją obszary działalności operacyjnej, które wymagają inwestycji w nowe technologie?
- Jaki jest poziom automatyzacji procesów? Czy ręczne wykonywanie większości powtarzalnych procesów jest uzasadnione w przyjętym modelu biznesowym?

Przedstawienie w planie restrukturyzacyjnym czynników wewnętrznych, związanych działalnością operacyjną, inwestycyjną lub finansową (np. przeinwestowanie, nadmierne zadłużenie, brak monitoringu kosztów, niedostosowanie polityki cenowej, brak inwestycji odtworzeniowych, niski poziom automatyzacji procesów, zaniechanie adaptacji do zmian, brak strategii zarządzania ryzykiem walutowym, braki kadrowe etc.) świadczy o tym, że firma dokonała rzetelnej i wszechstronnej analizy sytuacji, uwzględniając zarówno elementy, na które nie ma wpływu, jak i te, które może poprawić. Działania naprawcze są planowane świadomie, a problemy i popełnione błędy są otwarcie komunikowane.

MIT: Przyznanie się do błędów w zarządzaniu świadczy o braku kompetencji menedżerskich.

FAKT: Menedżerowie, którzy potrafią otwarcie mówić o swoich potknięciach, zwykle wykazują wyższe kompetencje, ponieważ potrafią wyciągać wnioski i podejmować działania naprawcze.

Oczywiście, istnieją przypadki, w których przedsiębiorstwo, mimo rentowności i efektywności operacyjnej, potrzebuje tylko restrukturyzacji długu – na przykład zobowiązań powstałych w wyniku niekorzystnych decyzji organów kontroli. Jednak takie sytuacje są rzadkie, podczas gdy duża część podmiotów sięgających po instrumenty prawa restrukturyzacyjnego wymaga wielopoziomowej naprawy oraz eliminacji powstałej luki finansowej. Pokazanie wierzycielom, że przedsiębiorstwo dostrzega popełnione błędy i ujawnione słabości oraz że zamierza wdrożyć odpowiednio dostosowane środki restrukturyzacyjne, może znacząco zwiększyć szanse na przyjęcie układu.



Plan restrukturyzacyjny czy plan na restrukturyzację?

Praca zespołowa a może
„challenge” dla księgowej

Każde postępowanie restrukturyzacyjne wymaga opracowania i złożenia do akt sądowych planu restrukturyzacyjnego. Dodatkowo, na potrzeby dokonania obwieszczenia o ustaleniu dnia układowego czy złożenia wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego, przygotowuje się wstępny plan restrukturyzacyjny.

Wstępny plan restrukturyzacyjny

W postępowaniu o zatwierdzenie układu, wstępny plan restrukturyzacyjny opracowuje wybrany przez dłużnika doradca restrukturyzacyjny, pełniący funkcję nadzorcy układu. Ze względu na potrze-

bę uzyskania ochrony przeciwegzekucyjnej przedsiębiorcom w tarapatkach finansowych zależy na możliwie jak najszybszym obwieszczeniu dnia układowego, co powoduje, że wstępny plan sporządzany w tym celu jest często przygotowywany *ad hoc*, aby jedynie spełniać minimalne wymogi ustawowe. Następnie sporządzany jest plan restrukturyzacyjny, stanowiący część sprawozdania nadzorcy układu, które składane jest wraz z wnioskiem dłużnika o zatwierdzenie układu. Z jednej strony, czas na złożenie wniosku o zatwierdzenie układu wynosi maksymalnie 3 miesiące liczone od daty ustalonego dnia układowego (lub 4 miesiące od dnia dokonania obwieszczenia w KRZ). Z drugiej strony, dane zawarte w planie restrukturyzacyjnym są kluczowe zarówno do przygotowania propozycji układowych, jak i do udzielania wierzycielom informacji o sytuacji majątkowej dłużnika oraz możliwości wykonania układu, co mocno skraca czas dostępny na jego przygotowanie.

W postępowaniach sądowych wstępny plan restrukturyzacyjny stanowi część wniosku dłużnika o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego, a w przypadku postępowania sanacyjnego należy dodatkowo wykazać, że wdrożenie wstępnego planu przywróci przedsiębiorstwu zdolność do wykonywania zobowiązań. **Dłużnik ma możliwość samodzielnego przygotowania i złożenia wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego, lecz ze względu na ryzyko licznych braków formalnych i potrzebę szybkiego działania zalecane jest skorzystanie z pomocy specjalistów.**

Wybór osoby lub podmiotu świadczącego usługi doradztwa restrukturyzacyjnego nie powinien być pochopny, ponieważ decyzja ta ma kluczowe znaczenie dla powodzenia całego procesu restrukturyzacji. Niejednokrotnie, gdy przedsiębiorstwo staje w obliczu problemów finansowych, pierwszą osobą, do której się zwraca, jest jego prawnik. Dłużnik oczekuje, że to on przeprowadzi go przez proces restrukturyzacji, współpracując z doradcami restrukturyzacyjnymi lub przynajmniej polecając kompetentnego specjalistę. Z tego względu **ściśła współpraca radców prawnych z licencjonowanymi doradcami restrukturyzacyjnymi i specjalistami z zakresu finansów jest kluczowa dla zapewnienia kompleksowej obsługi klientów.**

Plan restrukturyzacyjny

Sąd, wydając postanowienie o otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego, powołuje nadzorcę sądowego lub zarządcę. Osoba ta może być wskazana przez dłużnika we wniosku o otwarcie postępowania, pod warunkiem dołączenia do wniosku zgody wierzyciela lub wierzycieli mających łącznie więcej niż 30% sumy wierzytelności, co zostało uregulowane w art. 38 i 51 ustawy Prawo restrukturyzacyjne. **Prowadzenie postępowania restrukturyzacyjnego od etapu doradztwa aż do jego zakończenia przez jeden zespół niesie wymierne korzyści. Taki model zapewnia spójność strategiczną, lepszą koordynację działań oraz szybsze reagowanie na zmieniające się warunki, co może przyczynić się do bardziej efektywnego zaplanowania i skuteczniejszego wdrożenia działań naprawczych, skutkując szybkim powrotem przedsiębiorstwa na**

właściwe tory. Termin na złożenie planu restrukturyzacyjnego do sądu wynosi 30 dni od dnia otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego. W postępowaniu sanacyjnym w uzasadnionych przypadkach termin ten może zostać przedłużony do 3 miesięcy.

Reasumując, w większości przypadków czas na opracowanie planu restrukturyzacyjnego jest krótki, co często wymaga działania zespołowego. Zdarzają się sytuacje, w których dłużnik potrzebuje czasu np. na sprzedaż posiadanych nieruchomości i w tym celu otwiera postępowanie restrukturyzacyjne, oferując wierzycielom zaspokojenie ze środków pochodzących ze sprzedaży danego aktywa. Zdecydowanie częściej spłaty rat układowych są planowane z generowanych zysków z działalności podstawowej, a restrukturyzowany podmiot, aby móc kontynuować działalność, wymaga nie tylko restrukturyzacji zaległych zobowiązań, ale także przywrócenia rentowności poprzez wdrożenie działań naprawczych. Samo ustalenie na nowo terminów spłaty zadłużenia nie gwarantuje długoterminowej poprawy efektywności operacyjnej ani skutecznej realizacji zatwierdzonego układu. W takich sytuacjach prace analityczne należy rozpocząć jak najwcześniej, aby zmniejszyć ryzyko konieczności wprowadzania radykalnych, kosztownych zmian w strukturze przedsiębiorstwa.

Dobrze przygotowany plan restrukturyzacyjny – uwzględniający trafnie dobrane środki restrukturyzacyjne oraz realistyczne założenia finansowe – **wymaga dogłębnej analizy modelu biznesowego dłużnika, rzetelnej oceny jego kondycji finansowej,**

identyfikacji rzeczywistych przyczyn trudności finansowych oraz szczegółowego badania rynku, na którym działa. Jest to złożony projekt, dlatego warto utworzyć zespół projektowy już na etapie identyfikacji zagrożenia niewypłacalnością.

Poniżej prezentujemy główne etapy procesu restrukturyzacji oraz model współpracy utworzonego w tym celu zespołu projektowego.



Etapy procesu restrukturyzacji z udziałem prawników i doradców finansowych

ETAP 1

Gearing up for action - haste makes waste

- Wnikliwa diagnoza sytuacji finansowej i prawnej firmy
- Identyfikacja źródeł ryzyka i ocena struktury zadłużenia
- Opracowanie spójnej strategii działania
- Wybór właściwego rodzaju postępowania

ETAP 2

Kick things off

- Wypracowanie procedur skutecznej komunikacji z interesariuszami
- Wstępny, ale przemyślany plan restrukturyzacyjny
- Kompletny wniosek o otwarcie postępowania
- Pozyskiwanie źródeł finansowania kapitału obrotowego

ETAP 3

Let's put our heads together

- Rzetelny i przekonujący plan restrukturyzacyjny
- Strategiczne rozplanowanie procesu wdrażania działań naprawczych
- Wyważone i możliwe do wykonania propozycje układowe
- Negocjacje z wierzycielami i przyjęcie układu

ETAP 4

Reap the rewards

- Przywrócenie płynności finansowej
- Optymalizacja kosztów i poprawa rentowności
- Zatwierdzenie układu z wierzycielami
- Wykonanie układu i długoterminowy rozwój

Rola doradcy finansowego w procesie restrukturyzacyjnym

● Krok 1

Diagnoza sytuacji

Konsultacje i doradztwo specjalistyczne. Nasi eksperci, po dokonaniu analizy modelu biznesowego przedsiębiorstwa, wspierają klientów w analizach finansowych oraz wyborze optymalnego scenariusza działania.

● Krok 2

Przygotowanie do otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego

Przygotowanie dokumentów na potrzeby otwarcia postępowania lub dokonania obwieszczenia o ustaleniu dnia układowego w postępowaniu o zatwierdzenie układu. Nasi eksperci opracowują wstępny plan restrukturyzacyjny, stanowiący solidną bazę do dalszego planowania działań naprawczych.

● Krok 3

W toku postępowania: strategia i prognozowanie finansowe

Planowanie procesu restrukturyzacji i formułowanie propozycji układowych.

Nasi eksperci we współpracy z nadzorcą lub zarządcą oraz dłużnikiem opracowują właściwy plan restrukturyzacyjny, budują modele finansowe przekładając założenia biznesowe na liczby pozwalające zaprezentować prognozy finansowe, przygotowują testy prywatnego wierzyciela, testy zaspokojenia, analizują przyszłe przepływy pieniężne, wspierają nadzorców i zarządców w przygotowaniu propozycji układowych.

● Krok 4

Realizacja układu i powrót na ścieżkę rozwoju

Realizacja układu i odbudowa zdolności przedsiębiorstwa do konkurowania i rozwoju działalności. Nasi eksperci wspierają doradców restrukturyzacyjnych w przygotowaniu opinii o możliwości wykonania układu, zarządców w przygotowaniu sprawozdań rachunkowych, monitorują realizację planu finansowego i inicjują działania korygujące.

Z przeprowadzonych własnych badań naukowych dr Ulyany Zaremby nad skutecznością postępowań restrukturyzacyjnych¹ wynika, że niezależnie od rodzaju postępowania sądowego (przyśpieszonego postępowania układowego, układowego, sanacyjnego) połowa otwartych postępowań restrukturyzacyjnych zostaje umorzona. Podobny odsetek stanowią upadłości i likwidacje po nieudanej próbie restrukturyzacji zadłużenia. Udział układów zatwierdzonych przez sąd w ogóle restrukturyzacji sądowych kształtował się na poziomie 44%, z czego w okresie realizacji badań 57% było w trakcie wykonywania, 27% zostało uchylonych przez sąd, a tylko 16% w całości wykonanych. Wyniki badań potwierdzają, że otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego w ponad połowie przypadków nie było skuteczne a restrukturyzacja długu w drodze zawarcia układu z wierzycielami nie zawsze okazuje się wystarczająca do uniknięcia upadłości.

¹ Badanie przeprowadzono w I kw. 2024 r. i objęto nim wszystkie sądowe postępowania restrukturyzacyjne otwarte w latach 2016-2022 przez spółki prawa handlowego. Z pełnym tekstem artykułu naukowego można zapoznać się w numerze 87(1) 2025 kwartalnika Ruch Prawniczy Ekonomiczny i Socjologiczny.

Podsumowując, planowanie restrukturyzacji to złożony i wieloetapowy proces, który wymaga specjalistycznej wiedzy z zakresu prawa restrukturyzacyjnego, finansów i zarządzania. Plan restrukturyzacyjny opracowywany w postępowaniu restrukturyzacyjnym może być jedynie odtwórczym dokumentem spełniającym formalne wymogi ustawy albo realnym narzędziem naprawczym, które nie tylko zawiera eksperckie wskazówki i konkretne rozwiązania wspierające przywrócenie

płynności finansowej przedsiębiorstwa, ale także pomaga zbudować zdolność do wykonania układu. Eksperci CMT aktywnie wspierają zespoły radców prawnych i doradców restrukturyzacyjnych, angażując się w realizację projektów restrukturyzacyjnych i transakcyjnych. Jeśli jesteś radcą prawnym, adwokatem, doradcą restrukturyzacyjnym lub zarządzasz spółką w trudnej sytuacji finansowej i potrzebujesz wsparcia w pokonaniu trudności finansowych – napisz do nas. Nie tylko dołączamy do zespołów projektowych, ale również je inicjujemy i prowadzimy, oferując kompleksowe wsparcie na każdym etapie procesu restrukturyzacyjnego.



Od liczb do działania

Jak zbudować plan, który naprawdę działa?

Rzetelna diagnoza problemów finansowych stanowi fundament skutecznego planowania restrukturyzacji. Umożliwia dotarcie do rzeczywistych przyczyn trudności, a nie jedynie reagowanie na ich objawy. Bez takiej diagnozy działania naprawcze mogą być przypadkowe, nieskuteczne, a nawet przynieść odwrotny skutek. Tylko w I kwartale tego roku w Krajowym Rejestrze Zadłużonych ukazało się 199 postanowień o uchyleniu układu. Analiza uchylonych układów pokazuje, że zdecydowana większość (aż 83%) została zatwierdzona w latach 2023–2024. W 61% przypadków od zatwierdzenia układu do jego uchylenia minęło mniej niż półtora roku, a 28%

zostało uchylonych w ciągu roku. Uwzględniając czas potrzebny na uprawomocnienie się postanowienia o zatwierdzeniu układu, planowaną często kilkumiesięczną karencję w spłacie pierwszej raty oraz okres rozpatrywania wniosku o uchylenie układu przez sąd, można wnioskować, że w większości przypadków dłużnik nie posiadał zdolności do jego wykonania już na etapie zatwierdzania przez sąd. Tylko w 12% przypadków okres od zatwierdzenia układu do jego uchylenia wynosił co najmniej trzy lata.

Niestety, ale powszechnym zjawiskiem w upadających przedsiębiorstwach jest brak odpowiedniej kontroli finansowej. Często kierownictwo nie jest w stanie precyzyjnie wskazać produktów ani klientów generujących straty, a w firmie brakuje podstawowych mechanizmów zarządzania finansami – takich jak prognozowanie przepływów pieniężnych, budżetowanie czy monitoring kluczowych mierników efektywności operacyjnej. Z punktu widzenia skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem kluczowe znaczenie mają informacje księgowe o charakterze zarządczym, dostarczane regularnie i z odpowiednią częstotliwością, a nie jedynie dane pochodzące z rocznego sprawozdania finansowego. Konsekwencją braku skutecznej kontroli finansowej jest również nieodpowiednie zarządzanie kapitałem obrotowym (obejmującym należności, zapasy, zobowiązania krótkoterminowe oraz środki pieniężne), co w efekcie może prowadzić do zachwiania płynności finansowej i braku stabilnych przepływów pieniężnych.

Analiza finansowa

to narzędzie wspierające podejmowanie decyzji zarządczych oraz identyfikację problemów finansowych przedsiębiorstwa.

Obejmuje między innymi:

Analizę pionową bilansu

która pozwala ocenić proporcje między aktywami trwałymi a obrotowymi oraz strukturę pasywów, co ułatwia ocenę stabilności finansowania działalności

Analizę poziomą bilansu i rachunku wyników

która umożliwia śledzenie zmian przychodów, kosztów, aktywów i zobowiązań w czasie, a także identyfikację niekorzystnych trendów lub anomalii w rozwoju

Analizę przepływów pieniężnych

pozwalającą ocenić, czy problemy wynikają z niewystarczających wpływów względem wydatków operacyjnych, nadmiernych inwestycji czy też z obsługi zadłużenia

Analizę progu rentowności,

która wskazuje, czy obecny model biznesowy umożliwia osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego przy aktualnym poziomie sprzedaży

Analizę rentowności produktów i klientów (profitability mapping)

która pomaga zidentyfikować nierentowne obszary działalności i wspiera decyzje o optymalizacji oferty, wycofaniu części produktów lub zmianie polityki cenowej

Analizę kosztów finansowania

która pozwala ocenić, czy zysk operacyjny firmy jest wystarczający do pokrycia kosztów obsługi długu

Analizę sezonowości i cykliczności działalności

niezbędną do efektywnego planowania płynności finansowej w skali całego roku obrotowego

Zastosowanie tych narzędzi w sposób komplementarny pozwala stworzyć pełny obraz kondycji finansowej firmy, trafnie zidentyfikować przyczyny problemów oraz dobrać odpowiednie środki restrukturyzacyjne.

Sometimes we need to take a step back to move forward.

Zdarzają się sytuacje, w których problemy z płynnością są skutkiem zbyt szybkiego wzrostu, co często wymusza powrót do mniejszej skali działalności jako warunku dalszego funkcjonowania. Pytanie brzmi: jak duży krok wstecz trzeba wykonać, aby uzdrowienie firmy było trwałe, a nie jedynie doraźne? Co należy zrobić, by układ dało się realnie wykonać, a nie tylko zatwierdzić go na papierze? Klasyczny katalog środków restrukturyzacyjnych obejmuje m.in.:

- redukcję zatrudnienia,
- optymalizację procesów produkcyjnych i biznesowych,
- sprzedaż aktywów nieoperacyjnych,
- zamknięcie wybranych działów,
- outsourcing wybranych usług,
- odstąpienie przez zarządcę od nierentownych umów (taka umowa przestaje wiązać strony np. w zakresie zapisów dot. kar umownych),

- rozłożenie zobowiązań na raty lub ich częściowe umorzenie w drodze zawarcia układu z wierzycielami.

Do bardziej lukratywnych środków restrukturyzacyjnych zaliczyć można m.in.

- sprzedaż nierentownych spółek zależnych,
- konwersję długu na kapitał,
- pozyskanie inwestora branżowego,
- rebranding lub zmianę modelu biznesowego,
- zawarcie aliansu strategicznego,
- outsourcing wysokokosztowych funkcji,
- licencjonowanie własnych rozwiązań technologicznych,
- rewizję portfolio produktowego,
- wdrożenie modelu sprzedaży subskrypcyjnej,
- zamianę części kosztów stałych na zmienne.

Obranie właściwego kierunku oraz podjęcie trafnych działań naprawczych wymaga pogłębionej analizy ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa.

Propozycje źródeł finansowania

przedsiębiorstwa w restrukturyzacji

Restrukturyzacja to proces kosztowny zarówno czasowo, jak i organizacyjnie czy finansowo. Źródła finansowania procesu restrukturyzacji, podobnie jak przyczyny trudnej sytuacji finansowej, można podzielić na dwie grupy: zewnętrzne i wewnętrzne. W warunkach restrukturyzacji pozyskanie finansowania zewnętrznego wiąże się z trzema głównymi barierami: jest trudne (wymaga licznych zabezpieczeń), drogie (ze względu na wysokie ryzyko) i czasochłonne (z powodu dodatkowych wymogów formalnych i negocjacyjnych). Pierwszym krokiem w poszukiwaniu finansowania powinno być jednak spojrzenie do wnętrza organizacji. Wymaga to czasem nieszablونowego

myślenia i gotowości do zmiany dotychczasowych schematów działania. Lista potencjalnych źródeł finansowania wewnętrznego jest szersza niż źródeł zewnętrznych i w dużej mierze zależy od specyfiki branży, w której działa przedsiębiorstwo. Wybrane przykłady przedstawiamy w tabeli na kolejnej stronie – mamy nadzieję, że będą one pomocnym źródłem wiedzy i inspiracji przy planowaniu procesów restrukturyzacyjnych.



Źródła finansowania

Zewnętrzne

Faktoring

Leasing, w tym leasing zwrotny

Pożyczka właścicielska

Emisja akcji / obligacji

Konwersja długu na udziały

Pomoc publiczna (np. w ramach programu Polityka Nowej Szansy) lub gwarancje i poręczenia publiczne (np. BGK)

Inwestor zewnętrzny

Wewnętrzne

Optymalizacja kosztów

Sprzedaż środków trwałych

Zmniejszenie zapasów wolnorotujących

Outsourcing usług, podwykonawstwo

Wynajem mocy produkcyjnych

Wycofanie / ograniczenie produktów niskomargowych

Nowe źródła przychodów (np. wynajem magazynu, lokalu, maszyn i urządzeń)

Wdrożenie systemu just-in-time lub dropshipping

Wdrożenie lean manufacturing / 5S / TPM

Skonto dla klientów B2B za szybszą płatność

Windykacja należności

Renegocjacja warunków umów

Odstąpienie od nierentownych kontraktów

Rewizja polityki rabatowej i warunków sprzedaży

Redukcja liczby pracowników

Model finansowy w postępowaniu restrukturyzacyjnym

Kluczowe narzędzie planowania

Restrukturyzacja wpływa na relacje z kluczowymi interesariuszami, zmieniają się warunki współpracy z dostawcami, kontrahentami oraz pracownikami. W pierwszym roku przedsiębiorstwo często stoi przed wieloma wyzwaniami, w tym przekonaniem partnerów biznesowych, że mimo trudności firma jest stabilna i warto z nią współpracować. Jednocześnie zmieniają się relacje wewnętrzne – restrukturyzacja często wiąże się z reorganizacją działów, redukcją kosztów oraz nowym podejściem do zarządzania. Złożony proces restrukturyzacji przedsiębiorstwa wymaga precyzyjnego planowania oraz realistycznej oceny możliwości wyjścia z trudnej sytuacji finansowej.

Kluczowym narzędziem w tym procesie jest model finansowy, który pozwala na przeanalizowanie skutków planowanych działań i podejmowanie optymalnych decyzji biznesowych. Przygotowanie modelu finansowego przedsiębiorstwa wymaga dogłębnego zrozumienia i odzwierciedlenia w liczbach zmieniającej się działalności oraz rozwiązań narzędziowych umożliwiających elastyczne wprowadzanie zmian.

Cele modelu finansowego w kontekście planu restrukturyzacyjnego

Głównym celem modelu finansowego jest wsparcie procesu restrukturyzacji poprzez:

- ocenę zdolności przedsiębiorstwa do kontynuowania działalności,
- projekcję przyszłych wyników finansowych z uwzględnieniem planowanych zmian operacyjnych i finansowych,
- analizę możliwych scenariuszy restrukturyzacji oraz ich zakładanych skutków dla interesariuszy,
- Przedstawienie argumentów przemawiających za wdrożeniem planu restrukturyzacyjnego, wraz z prognozowanymi efektami dla wierzycieli i inwestorów.
- określenie warunków spłaty zobowiązań w sposób realistyczny i zgodny z możliwościami przedsiębiorstwa.

Kluczowe składowe modelu finansowego

Model finansowy sporządzany jest z uwzględnieniem przyjętych założeń oraz planowanych działań przedsiębiorstwa. Efekty najczęściej podsumowywane są w trzech elementach sprawozdania finansowego (SF) pro forma, co umożliwia porównanie z okresami historycznymi i stanowi czytelną informację dla wierzycieli:

- **Bilans** – przedstawia stan majątku (aktywów) i źródeł jego finansowania (pasywów) przedsiębiorstwa na dany dzień.

W okresie prognozy badane jest jak planowane działania mogą wpłynąć na sytuację majątkowo-płynnościową utrzymując podstawową zasadę równości między aktywami a pasywami. Z perspektywy restrukturyzacji, bilans wskazuje syntetyczną informację o poziomie i strukturze zadłużenia oraz jego zmianach w czasie, a także stanowi podstawę do wstępnej identyfikacji składowych majątku odpowiadających częściowo za zdolności operacyjne przedsiębiorstwa pozwalające na kontynuację działalności. Szczególnie wrażliwy na proces restrukturyzacji jest kapitał obrotowy netto (KON), w związku ze skracaniem terminów płatności przez dostawców, trudnościami w rotacji zapasów i opóźnieniem w spływie należności.

- **Rachunek zysków i strat (RZiS)** – prezentuje wyniki finansowe przedsiębiorstwa, koncentrując się na przychodach, kosztach oraz zyskowności działalności, która jest esencją efektywności działań przedsiębiorstwa. Analiza rentowności pomaga ocenić poziom, na którym pojawiają się straty

(I marża, II marża, EBIT, EBITDA, wynik brutto), w okresie prognozy zasymulować efekty wdrażanych działań restrukturyzacyjnych, stanowiąc tym samym podstawę do konstruowania planów naprawczych i prowadzenia efektywnych negocjacji z wierzycielami, a docelowo oceny przeprowadzonych działań.

- **Rachunek przepływów pieniężnych (RPP)** – stanowi kluczowe podsumowanie zarządzania płynnością finansową, pokazując przepływy środków pieniężnych w podziale na działalność operacyjną, inwestycyjną i finansową.

Osobom prowadzącym procesy restrukturyzacyjne służy do oceny zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań bieżących oraz układowych, zaplanowania terminów i wysokości spłat rat układowych w sposób pozwalający na ich obsługę przy zachowaniu stabilności finansowej przedsiębiorstwa. Bieżąca prognoza przepływów pieniężnych w ujęciu bezpośrednim lub pośrednim (w tym zmian kapitału obrotowego netto) w ujęciu miesięcznym pozwala z wyprzedzeniem identyfikować potencjalne zagrożenia płynnościowe oraz określać momenty, w których przedsiębiorstwo może wymagać dodatkowego dofinansowania. Wiedza ta umożliwia proaktywne działanie i zapobieganie sytuacjom kryzysowym, które mogłyby zagrozić powodzeniu całego procesu restrukturyzacji.

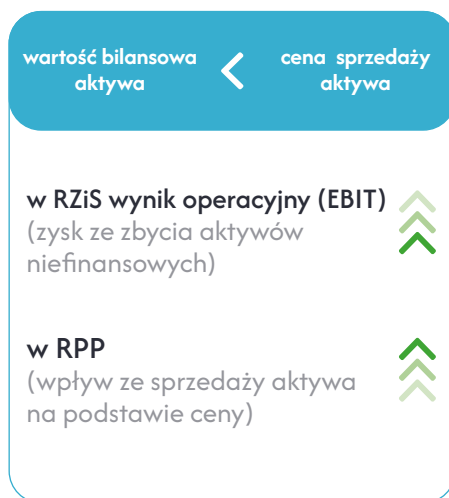
Koszty a wydatki – różnica między RZiS a RPP

Rachunek zysków i strat przedstawia wyniki księgowe, uwzględniając przychody i koszty, nawet jeśli jeszcze nie doszło do rzeczywistego przepływu pieniędzy, co wynika z zasady memoriałowej, która nakazuje ujmowanie operacji gospodarczych w momencie ich wystąpienia, niezależnie od faktycznego ruchu środków pieniężnych. Ponadto zgodnie z zasadą współmierności przychodów i kosztów operacje, które dotyczą wielu okresów a płacone są jednorazowo, rozliczane są w czasie celem zapewnienia zgodności wyniku okresu. Natomiast w rachunku przepływów pieniężnych ujmowane są rzeczywiste operacje „gotówkowe” zgodnie z zasadą kasową, która polega na rejestrowaniu wyłącznie faktycznych wpływów i wydatków pieniężnych w momencie ich realizacji. Ta fundamentalna różnica czyni RPP narzędziem niezbędnym do oceny rzeczywistej zdolności przedsiębiorstwa do spłaty zobowiązań restrukturyzacyjnych oraz bieżących płatności operacyjnych.

Praktyczne przykłady – wpływ wybranych transakcji na wyniki finansowe i generowanie przepływów pieniężnych

Różnice między RZiS a RPP najlepiej zobrazować na konkretnych przykładach, które często występują w procesie restrukturyzacji (choć analogiczne zdarzenia mają miejsce również w działalności jednostek niezagrożonych niewypłacalnością i są prezentowane według tych samych zasad):

- **Sprzedaż środków trwałych** – w sytuacji, gdy wartość księgowa (bilansowa) sprzedawanych środków trwałych jest wyższa niż cena sprzedaży, w RZiS wykazana zostanie strata księgowa, co może negatywnie wpłynąć na prezentowane wyniki finansowe. Jednocześnie w RPP ta sama transakcja wygeneruje znaczący wpływ gotówki, istotnie poprawiając płynność przedsiębiorstwa. Dla prowadzących restrukturyzację oznacza to, że sprzedaż nieruchomości poniżej wartości księgowej, choć księgowo niekorzystna, jest kluczowym elementem poprawy sytuacji płynnościowej restrukturyzowanego podmiotu.



W przypadku wystąpienia dodatkowych kosztów/wydatków związanych ze sprzedażą aktywa pojawiają się one odpowiednio w RZiS i RPP.

- **Amortyzacja** – stanowi przykład kosztu, który pomniejsza wynik finansowy, ale nie powoduje bezpośredniego wypływu gotówki. W RZiS amortyzacja odzwierciedla przypisane do danego okresu (najczęściej w równych częściach w ustalonym okresie) historyczne wydatki na zakup lub wytworzenie środków trwałych (ŚT) i wartości niematerialnych i prawnych (WNiP), czyli wynika z historycznych wydatków, a nie bieżących. W RPP uwzględniane są wydatki - wypływy gotówki z danego okresu np. w momencie zapłaty.

Przykładowo, spółka kupuje maszynę za 12 mln zł i przyjmuje okres amortyzacji 10 lat.

w **RZiS** – od miesiąca następującego po miesiącu przyjęcia maszyny do użytkowania spółka będzie wykazywała miesięczne odpisy amortyzacyjne (koszty w RZiS) na poziomie 100 tys. zł miesięcznie (1,2 mln zł w pełnym roku) przez 10 lat – koszty rodzajowe: amortyzacja .

w **RPP** – w miesiącu nabycia maszyny spółka wykaże wypływ gotówki na poziomie 12 mln zł – wydatki inwestycyjne: nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych.

- **Kapitalizacja kosztów R&D** – nakłady na prace badawczo-rozwojowe, w przypadku spełnienia ich określonych cech wskazanych w ustawie o rachunkowości, mogą być kapitalizowane (ujmowane jako aktywa), a następnie amortyzowane w dłuższym okresie. W RZiS za okres widoczna będzie jedynie część tych kosztów w postaci odpisu amortyzacyjnego przypadającego na ten okres (zależna od wartości aktywa i przyjętej stawki amortyzacji), natomiast w RPP cały nakład gotówkowy zostanie wykazany w momencie poniesienia wydatku. Ten mechanizm może powodować, że przedsiębiorstwo intensywnie inwestujące w badania i rozwój będzie wykazywać stosunkowo dobre wyniki w RZiS przy jednoczesnych znaczących odpływach gotówki widocznych w RPP. Dla prowadzących restrukturyzację oznacza to konieczność wnikliwej analizy, czy innowacyjna firma nie stoi przed ryzykiem utraty płynności pomimo obiecujących wyników księgowych.

Przykładowo, spółka prowadzi prace rozwojowe nad nowym oprogramowaniem (wytworzanym wewnątrznie).

W roku 1 poniesiono następujące wydatki:

- Koszty wynagrodzeń pracowników: **300 000 zł**
 - Koszty materiałów i usług zewnętrznych: **150 000 zł**
-

W roku 2 poniesiono następujące wydatki:

- Koszty wynagrodzeń pracowników: **200 000 zł**
 - Koszty testów i certyfikacji: **100 000 zł**
-

W roku 2 zakończono projekt i przyjęto oprogramowanie do użytkowania.

W RPP:

Wydatki:

- W roku 1: **450 000 zł**
 - W roku 2: **300 000 zł**
-

W bilansie:

- W roku 1: Aktywa: WNiP lub rozliczenia międzyokresowe: niezakończone prace rozwojowe: **450 000 zł**
 - W roku 2: Aktywa: WNiP lub rozliczenia międzyokresowe: niezakończone prace rozwojowe: **0 zł** (przeniesienie na zakończone prace rozwojowe)
 - Aktywa: WNiP: zakończone prace rozwojowe: **450 000 zł + 300 000 zł = 750 000 zł – odpisy amortyzacyjne za okres od miesiąca następującego po dacie/miesiącu przyjęcia do końca danego okresu**
-

W RZiS:

- W roku 1: 0 zł
 - W roku 2: odpisy amortyzacyjne za dany okres
-

Dopiero po przyjęciu danego składnika aktywów będzie on amortyzowany, tym samym stopniowo przenosząc poniesione na rozwój koszty do rachunku zysków i strat.

- **Odsetki od kredytów, pożyczek, leasingów finansowych w trakcie restrukturyzacji** – po otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego wstrzymywane są płatności zobowiązań powstałych przed dniem jego otwarcia, w tym spłaty rat kredytów, pożyczek, leasingów finansowych, jednak w RZiS nadal mogą być naliczane i ujmowane odsetki od tych zobowiązań. Powoduje to, że wynik finansowy prezentowany w RZiS może być znacząco niższy niż rzeczywista sytuacja gotówkowa przedstawiona w RPP, gdzie brak płatności odsetkowych wpływa pozytywnie na przepływy pieniężne.

Przykładowo, po otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego, kiedy płatności kredytów i pożyczek są wstrzymane:

w **RZiS** – naliczone odsetki pomniejszają wynik brutto – koszty finansowe: odsetki

w **RPP** – brak wpływu z uwagi na brak płatności (w ujęciu pośrednim RPP prezentacyjna korekta in plus w wysokości odsetek w przepływach z działalności operacyjnej w celu zneutralizowania wpływu in minus na zysk)

Wyzwania w budowie modelu finansowego dla firmy w restrukturyzacji

Tworzenie modelu finansowego dla przedsiębiorstwa w restrukturyzacji napotyka wiele wyzwań, takich jak:

- **Brak bieżącej informacji finansowej i zarządczej** – w obliczu wielu problemów i angażujących wyzwań operacyjnych, sporządzanie informacji zarządczej często schodzi na dalszy plan, co niejednokrotnie również jest jedną z przyczyn braku odpowiednio wczesnej identyfikacji symptomów pogarszającej się sytuacji finansowej. Brak odpowiedniej bazy informacyjnej (rzetelnych i analitycznych danych finansowych) powoduje trudności w uchwyceniu prawidłowych zależności, które powinny być odzwierciedlone w modelu. Model finansowy zazwyczaj bazuje na historycznych danych przedsiębiorstwa, implementując dalej plany biznesowe, zmiany makroekonomiczne, moce produkcyjne. Niekompletne dane lub brak odpowiedniej jakości danych powoduje trudności w ocenie wiarygodności przyjmowanych założeń w ramach prognozy, co może implikować nieprawidłowy obraz sytuacji.
- **Istotna zmienność** – w warunkach pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i dalej otwarcia restrukturyzacji, która mimo, że w swojej istocie jest nastawiona na wdrożenie działań naprawczych i poprawę sytuacji finansowej, to reakcja otoczenia przedsiębiorstwa może paradoksalnie pogłębiać jego trudności. Często istotnie zmieniają się relacje z kontrahentami, w szczególności

powszechne jest skracanie terminów płatności przez dostawców (lub nawet oczekiwanie przedpłaty), co wpływa negatywnie na płynność finansową. W modelu finansowym należy uwzględnić dynamikę zmian relacji z kontrahentami oraz wdrażanych zmian operacyjnych, co stanowi wyzwanie uwzględniając liczne zmiany, które następują z dnia na dzień.

- **Prawidłowa ocena wpływu podjętych środków/działań restrukturyzacyjnych na wyniki spółki** – efekty podejmowanych działań nie są pewne, a skłonność do zbyt optymistycznej ich oceny może prowadzić do przecenienia wpływu nowych kontraktów, zmiany polityki cenowej, czy nawet pozyskania inwestora branżowego na bieżące wyniki lub niedoszacowania kosztów związanych z wdrożeniem środków restrukturyzacyjnych.

Model finansowy powinien uwzględniać co najmniej dwa scenariusze prognozy finansowej zgodnie z art. 10 ustawy Prawo restrukturyzacyjne np. wariant neutralny/optymistyczny oraz pesymistyczny. **Analiza scenariuszy i analiza wrażliwości** są istotnymi narzędziami w ocenie dalszych działań przedsiębiorstwa oraz wrażliwości na odchylenia kluczowych założeń.

Podsumowanie

Model finansowy w postępowaniu restrukturyzacyjnym to fundament skutecznego planowania działań naprawczych. Pozwala na podejmowanie świadomych decyzji i zapewnia transparentność wobec interesariuszy. Poprzez analizę sporządzonej prognozy bilansu, rachunku zysków i strat oraz przepływów pieniężnych możliwe jest określenie zdolności firmy do kontynuowania działalności oraz wyznaczenie realnych warunków spłaty zobowiązań. Uwzględnienie różnych scenariuszy oraz analiza wrażliwości pozwalają na przygotowanie przedsiębiorstwa na potencjalne zagrożenia i zmieniające się warunki rynkowe. Dobrze skonstruowany model wspiera negocjacje, zwiększa wiarygodność przedsiębiorstwa i stanowi rodzaj drogowskazu w podejmowaniu oraz realizacji konkretnych celów i działań. Dobry plan, poparty wiarygodnymi danymi liczbowymi, zwiększa szanse na uzyskanie poparcia wierzycieli, zatwierdzenie układu przez sąd oraz jego wykonanie.

Zmiany w prawie restrukturyzacyjnym

co przyniesie implementacja unijnej dyrektywy?

W październiku 2024 roku na stronie Rządowego Centrum Legislacji pojawił się projekt ustawy, dopełniający implementację dyrektywy (UE) 2019/1023 w sprawie ram restrukturyzacji zapobiegawczej. Zakłada on wprowadzenie szeregu istotnych zmian mogących mieć wpływ na zwiększenie skuteczności postępowań restrukturyzacyjnych tj.: dopuszczenie możliwości przyjęcia układu nawet w przypadku nieuzyskania dotychczas wymaganej większości, objęcie wierzycieli rzeczowych układem w każdej sytuacji (dotychczas wymagana była zgoda lub pełne zaspokojenie z należnościami ubocznymi), wprowadzenie wy-

mogą sporządzenia przez nadzorcę układu testu zaspokojenia. Dużą zmianą jest wprowadzenie mechanizmu przyjęcia układu niekonsensualnego wbrew sprzeciwowi części grup wierzycieli pod warunkiem spełnienia kryterium minimalnego poparcia (art. 119 ust 3. w zmienionym brzmieniu) oraz kryterium słuszności (dodany ust. 4 do art. 119 PR). Aktualnie taki układ może zostać przyjęty, jeżeli wierzyciele z grupy lub grup, które wypowiedziały się przeciw przyjęciu układu, zostaną zaspokojeni na podstawie układu w stopniu nie mniej korzystnym niż w przypadku przeprowadzenia postępowania upadłościowego.

Wprowadzone zmiany wymagają wyodrębnienia wierzytelności zabezpieczonych na składnikach majątku dłużnika do osobnej grupy, która będzie grupą nadrzędną wraz z wierzycielami uprzywilejowanymi w stosunku do pozostałych wierzycieli, którzy zostaliby zaliczeni do 2-4 kategorii interesu w rozumieniu art. 342 ust. 1 ustawy Prawo upadłościowe. W związku z przymusem wyodrębnienia będzie dochodzić do tzw. bifurkacji, czyli rozdzielenia roszczeń danego wierzyciela na zabezpieczone i niezabezpieczone a wierzyciel będzie brał udział w głosowaniu w ramach dwóch grup. Zabezpieczony wierzyciel to taki, którego roszczenie ma pokrycie w przedmiocie zabezpieczenia, ale według sumy możliwej do zaspokojenia w postępowaniu upadłościowym.

Spełnienie kryterium słuszności oznacza, że dłużnik będzie mógł zaproponować jakiekolwiek zaspokojenie wierzycielom z grup podporządkowanych wyłącznie w sytuacji pełnego za-

spokożenia wierzycieli z grup nadrzędnych (senioralnych). Dla przykładu zaproponowanie w ramach propozycji układowych spłacenia części zobowiązania wierzycielowi, który zostałby zaliczony do kategorii 3 według kolejności zaspokożenia w postępowaniu upadłościowym jest możliwe tylko przy pełnym zaspokożeniu wierzycieli z kategorii 1 i 2. Przez pełne zaspokożenie należy rozumieć spłatę wierzytelności według jej wartości materialnej (ang. real value), nie zaś nominalnej (ang. face value). Ustawodawca wskazuje, że wartość materialną należy ustalać przy założeniu realizacji planu restrukturyzacyjnego i kontynuacji działalności gospodarczej a zatem bez uwzględnienia dyskonta z tytułu sprzedaży wymuszonej.

Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa dłużnika przy założeniu kontynuacji działalności gospodarczej jest jednym z elementów testu zaspokożenia – nowej instytucji w prawie restrukturyzacyjnym. Z jednej strony, jak wskazuje Ministerstwo Sprawiedliwości, test zaspokożenia ma umożliwić wierzycielom świadome podjęcie decyzji w zakresie głosowania nad układem, poprzez ocenę, które postępowanie będzie dla nich korzystniejsze. Z drugiej strony, stanowi on kluczowy instrument w badaniu spełnienia kryterium najlepszego interesu wierzycieli (ang. best-interest-of-creditors test) na etapie zatwierdzania układu przez sąd. W przypadku przyjęcia układu niekonsensualnego, instytucja ta odgrywa niezwykle istotną rolę, a rzetelne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa w restrukturyzacji – przy założeniu kontynuacji działalności – wymaga zarówno specjalistycznej wiedzy, jak i doświadczenia w wycenie *distressed assets*. Mając to na uwadze, ustawodawca przewi-

dział możliwość zlecenia sporządzenia wyceny przez nadzorcę lub zarządcę osobom trzecim, co pozwoli zminimalizować ryzyko kwestionowania wycen w kolejnych etapach postępowania oraz zgłaszania przez wierzycieli zastrzeżeń, opartych na zarzucie naruszenia kryterium ochrony ich najlepszych interesów. Uzasadnione zakwestionowanie układu przez wierzyciela poprzez wykazanie, że w postępowaniu upadłościowym znalazłby się w lepszej sytuacji niż w ramach wykonania układu stanowiłoby przesłankę do odmowy zatwierdzenia układu przez sąd. Co więcej, w przypadku zgłoszenia zastrzeżeń przez wierzyciela sąd może zobowiązać doradcę restrukturyzacyjnego do przedłożenia opinii weryfikującej test zaspokojenia, wskazując podmiot wykonujący. Decyzja czy przedłożone w ramach testu wyceny wymagają powołania eksperta dla weryfikacji przedstawionych w nich obliczeń, czy też są one wystarczająco jasne należy jednak do sądu. Potwierdza to, że wiedza ekspercka w opracowaniu wycen, w tym szczegółowy opis przyjętych założeń, ma kluczowe znaczenie.

Zgodnie z projektem ustawy test zaspokojenia powinien zawierać m.in:

- wartość przedsiębiorstwa dłużnika przy założeniu realizacji planu restrukturyzacyjnego i kontynuacji działalności gospodarczej,
- wartość majątku dłużnika przy założeniu ogłoszenia jego upadłości i sprzedaży przedsiębiorstwa jako całości,
- wartość majątku dłużnika przy założeniu ogłoszenia jego

upadłości, odstąpienia od sprzedaży przedsiębiorstwa jako całości i sprzedaży poszczególnych składników majątku,

- opis metod wyceny i założeń przyjętych w trakcie ich sporządzenia,
- informację o przewidywanym stopniu zaspokojenia wierzycieli, których wierzytelności są objęte układem, w postępowaniu upadłościowym, zawierające m.in.: wartość majątku dłużnika, przewidywany czas trwania postępowania upadłościowego, szacowane koszty postępowania i inne zobowiązania masy upadłości wraz z wskazaniem kategorii, w której w postępowaniu upadłościowym byłiby zaspokajani wierzyciele stanowiący grupy reprezentujące odrębne kategorie interesu,
- ocenę czy wierzytelności objęte układem będą zaspokojone w wyższym stopniu w przypadku zawarcia i wykonania układu, czy w postępowaniu alternatywnym.

Test zaspokojenia ma stanowić tzw. analizę porównawczą skutków realizacji planu restrukturyzacyjnego z likwidacją majątku w ramach postępowania upadłościowego lub egzekucyjnego. Pozwoli wierzycielom na podjęcie świadomej decyzji w głosowaniu za lub przeciw układowi, jak również będzie stanowić solidną bazę do opracowania testu prywatnego wierzyciela i potwierdzenie spełnienia kryterium najlepszej ochrony wierzycieli w sytuacji zatwierdzenia układu wbrew sprzeciwowi części grup wierzycieli.

Kluczowym pojęciem w tym kontekście pozostaje wartość – rozumiana jako szacunkowa miara ekonomicznej korzyści, jaką dany składnik majątku, przedsiębiorstwo, prawo lub zobowiązanie może przynieść właścicielowi lub użytkownikowi. Wartość ta określana jest w oparciu o przyjęte założenia, odpowiednie dla celu wyceny, a także z zastosowaniem właściwych standardów i metod.

Rodzaj szacowanej wartości (rynkowa, sprawiedliwa, wewnętrzna, inwestycyjna, likwidacyjna) powinien być każdorazowo dostosowany do celu, kontekstu oraz adresata wyceny. W przypadku upadłości podstawowe znaczenie ma wartość likwidacyjna; w transakcjach M&A – inwestycyjna; przy zabezpieczeniu kredytów – rynkowa; a przy podejmowaniu decyzji o kontynuacji działalności – wartość wewnętrzna. Rodzajom wartości i metodom ich szacowania na potrzeby testu zaspokojenia poświęcimy więcej uwagi w kolejnym poradniku. Zachęcamy do obserwowania naszego profilu na LinkedIn, aby być na bieżąco z kolejnymi publikacjami.

Zacznijmy od rozmowy

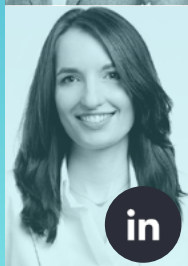
Poznaliśmy już dziesiątki różnych historii.
Chcemy poznać również Twoją.

Chętnie podzielimy się naszymi doświadczeniami.
Porozmawiamy o (wspólnych) wyzwaniach
i możliwościach.



dr Ulyana Zaremba

zaremba@cmt-advisory.pl



Marta Laton

laton@cmt-advisory.pl



CMT Advisory Sp. z o.o.

ul. Wierzbicice 1A
61-569 Poznań (Budynek E)

www.cmt-advisory.pl