

Krzysztof Gawron\*

## **Analiza płynności finansowej jako element oceny planu restrukturyzacyjnego przygotowanego w postępowaniu restrukturyzacyjnym**

### **Wstęp**

Ustawa Prawo restrukturyzacyjne, która obowiązuje od 1 stycznia 2016 r., wprowadziła instrumenty prawne, w postaci postępowań restrukturyzacyjnych, pozwalające na rozwiązanie sytuacji kryzysowej dłużnika wynikającej z jego niewypłacalności lub zagrożenia niewypłacalnością i związanego z tym konfliktu z wierzycielami [Hrycaj, 2015, s. 5]. Nadzędnym celem procedur restrukturyzacyjnych 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” [ustawa, 2015, art. 4]. Podstawowym narzędziem do osiągnięcia tego celu jest sporządzany w toku postępowania plan restrukturyzacyjny i działania podejmowane na jego podstawie [Hrycaj, 2015, s. 5].

Celem artykułu jest ocena możliwości analizy płynności finansowej przedsiębiorstwa będącego podmiotem postępowania restrukturyzacyjnego na podstawie informacji zawartych w planie restrukturyzacyjnym. Postawioną hipotezą badawczą jest stwierdzenie, że plan restrukturyzacyjny sporządzony z uwzględnieniem jedynie obligatoryjnych elementów wskazanych w regulacjach prawnych nie pozwala na przeprowadzenie rzetelnej analizy płynności finansowej. Metodą badawczą zastosowaną w opracowaniu jest analiza literatury przedmiotu i regulacji prawnych oraz wnioskowanie. W artykule przeprowadzono analizę płynności finansowej na podstawie planu restrukturyzacyjnego wybranej spółki objętej postępowaniem sanacyjnym.

### **1. Charakterystyka planu restrukturyzacyjnego**

Plan restrukturyzacyjny, jako kluczowy element postępowania restrukturyzacyjnego, stanowi dokument podobny do biznesplanu [LoPucki, Whitfor, 1993, s. 692–693]. Biznesplan jest szczegółową analizą działań

---

\* Dr, Zakład Rachunkowości, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Pl. M. Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin, krzysztof.gawron@poczta.umcs.lublin.pl

organizacji. Ukazuje obecny stan jednostki, wskazuje, jakie w przyszłości może ona generować wyniki, i zawiera program działań, aby te pożądane wyniki osiągnąć [Khoironi, Herliana, 2015, s. 331]. Plan restrukturyzacyjny ma także za zadanie zaprezentować bieżącą sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwa dłużnika, przyczyny, które doprowadziły do wystąpienia w nim kryzysu, oraz przedstawić sposoby naprawy popełnionych błędów i ograniczenia ich negatywnych skutków.

Sporządzenie planu restrukturyzacyjnego stanowi obligatoryjny element każdego z czterech opisanych w ustawie rodzajów postępowania. W zależności od rodzaju postępowania restrukturyzacyjnego sporządza go nadzorca układu, nadzorca sądowy lub zarządca [ustawa, 2015, art. 37, art. 261, art. 280, art. 313]. W szczególnie uzasadnionych sytuacjach, o ile nie jest to postępowanie o zatwierdzenie układu, przygotowanie planu restrukturyzacyjnego może zostać zlecone osobie trzeciej [ustawa, 2015, art. 10 ust. 4]. Plan restrukturyzacyjny składany jest obecnie, tj. do czasu uruchomienia Centralnego Rejestru Restrukturyzacji i Upadłości, w wersji papierowej. Podlega on wyłożeniu w sekretariacie sądu, gdzie mają do niego dostęp wszyscy uczestnicy postępowania. Zatwierdzenie planu restrukturyzacyjnego następuje wyłącznie w postępowaniu sanacyjnym. Sędzia-komisarz wydaje takie postanowienie po uzyskaniu opinii rady wierzycieli.

Plan restrukturyzacyjny to skomplikowany dokument, który jednak nie posiada uniwersalnego wzoru. Prawo restrukturyzacyjne określa jedynie jego minimalne wymagania formalne. Zostały one zaprezentowane w tabelicy 1.

**Tablica 1. Obligatoryjne elementy planu restrukturyzacyjnego**

Lp.	Nazwa	Opis
1.	Opis przedsiębiorstwa	Historia firmy, przedmiot jej działalności gospodarczej, struktura kontrahentów (klientów i dostawców), struktura organizacyjna, zatrudnienia, własnościowa firma, podstawowe dane ze sprawozdania finansowego, opis majątku.
2.	Opis rynku	Prognozowany stan popytu i podaży w sektorze rynku, określenie obecnego i przyszłego udziału dłużnika w rynku.
3.	Analiza przyczyn kryzysu	Analiza wskaźników opisujących sytuację ekonomiczną, opis czynników wewnętrznych i zewnętrznych kryzysu.

Lp.	Nazwa	Opis
4.	Charakterystyka przyszłej strategii i analiza ryzyka	Opis stanu docelowego przedsiębiorstwa z uwzględnieniem przyjętego modelu biznesowego. Informacje o ryzykach, określenie ich rodzaju, prawdopodobieństwa i wagi oraz opis planowanych działań ograniczających te ryzyka.
5.	Przegląd środków restrukturyzacyjnych i związanych z nimi kosztów	Opis środków naprawczych w kluczowych obszarach działania firmy (głównie tych będących źródłem problemów), w tym: restrukturyzacja finansowa, majątku obrotowego, majątku trwałego, organizacyjna. Przedstawienie prognozy kosztów restrukturyzacji (najlepiej w ujęciu okresowym).
6.	Harmonogram wdrożenia środków restrukturyzacyjnych	Program realizacji działań naprawczych oraz ostateczny termin wdrożenia planu restrukturyzacyjnego.
7.	Dane o zdolnościach produkcyjnych	Poziom zdolności produkcyjnych, stan ich wykorzystania, planowany poziom redukcji potencjału produkcyjnego.
8.	Opis metod i źródeł finansowania	Zakres wykorzystania: dostępnego kapitału, sprzedaży aktywów, zobowiązań finansowych udziałowców, banków i innych osób trzecich, wielkości wnioskowanej i udzielonej pomocy publicznej oraz pomocy <i>de minimis</i> . Opis zakładanego kosztu i innych warunków pozyskania finansowania.
9.	Prognoza zysków i strat	Projektowane zyski i straty na pięć kolejnych lat w co najmniej dwóch wariantach (ostrożnościowym i optymistycznym), brak wyraźnego wymogu przygotowania prognoz bilansu i przepływów pieniężnych.
10.	Imiona i nazwiska	Imiona i nazwiska osób odpowiedzialnych za wykonanie układu (np. członek zarządu dłużnika) oraz autorów planu restrukturyzacyjnego (osób fizycznych, które faktycznie przygotowywały plan).
11.	Data sporządzenia planu	Data podpisania planu restrukturyzacyjnego przez nadzorcę lub zarządcę.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [ustawa, 2015, art. 10; Hrycaj, Filipiak, 2017, s. 131–135].

Jeżeli w postępowaniu restrukturyzacyjnym może dojść do udzielenia pomocy publicznej, plan restrukturyzacyjny musi dodatkowo zawierać test prywatnego wierzyciela lub test prywatnego inwestora oraz ocenę w zakresie pomocy *de minimis* [ustawa, 2015, art. 140]. W przypadku postępowania sanacyjnego, które ma obejmować restrukturyzację majątku lub portfela kontraktów, w planie należy wskazać mienie podlegające zbyciu i umowy, od których zarządca zamierza odstąpić. Jeśli dodatkowo planowana jest

redukcja zatrudnienia, dokument musi zawierać zasady i kryteria zwalniania pracowników, ich liczbę i okres, w którym te zwolnienia nastąpią [ustawa, 2015, art. 314]. W uzasadnionych sytuacjach sąd może wyrazić zgodę na ograniczoną formę planu restrukturyzacyjnego z pominięciem części wymienionych powyżej wymogów formalnych. Dzieje się tak, gdy z uwagi na wielkość lub charakter przedsiębiorstwa dłużnika ustalenie wszystkich informacji jest niemożliwe lub nie jest niezbędne do oceny możliwości wykonania układu [Hrycaj, Filipiak, 2017, s. 136].

Ustawa oprócz właściwego planu restrukturyzacyjnego wymienia również wstępny plan restrukturyzacyjny. Jest on sporządzany jako element wniosku dłużnika o otwarcie przyspieszonego postępowania układowego, postępowania układowego oraz postępowania sanacyjnego [ustawa, 2015, art. 227 ust. 1 pkt 2, art. 284 ust. 1 pkt 3]. Przygotowuje go dłużnik. Na jego podstawie sąd stwierdza, czy postępowanie restrukturyzacyjne jest zasadne i nie prowadzi do pokrzywdzenia wierzycieli [Hrycaj, Filipiak, 2017, s. 127]. Wymogi formalne dotyczące treści wstępnego planu restrukturyzacyjnego są znacznie mniejsze niż dla planu restrukturyzacyjnego i obejmują analizę przyczyn kryzysu przedsiębiorstwa, wstępny opis planowanych środków restrukturyzacyjnych wraz z ich kosztami oraz harmonogram wdrożenia tych środków [ustawa, 2015, art. 9].

## 2. Cel i sposoby analizy planu restrukturyzacyjnego

Plan restrukturyzacyjny ma dostarczyć rzetelnych przesłanek, na podstawie których sąd i wierzyciele powinni być w stanie ocenić możliwości realizacji układu i zawartych w nich propozycji układowych. Aby taka ocena była możliwa, niezbędna jest dogłębna analiza informacji zawartych w planie restrukturyzacyjnym. Podstawowym zagadnieniem jest odpowiedź na pytania:

1. Czy możliwe jest zrealizowanie zaplanowanych działań?
2. Czy ich wdrożenie zapewni uzyskanie prognozowanych korzyści ekonomicznych?
3. Czy uzyskane w ten sposób środki zapewnią zaspokojenie wierzycieli na poziomie wyższym niż w przypadku procedur upadłości likwidacyjnej?

Odpowiedź na pierwsze pytanie wymaga dokonania oceny planu restrukturyzacyjnego pod względem jego poprawności: formalnej, metodologicznej, rachunkowej oraz prawidłowości przyjętych założeń i dokonania analizy ryzyka. Plan jest poprawny pod względem formalnym, jeśli zawiera wszystkie elementy określone przepisami prawa podane w przejrzystym i logicznym układzie. Poprawność metodologiczna jest spełniona, jeśli autor planu potrafi prawidłowo zastosować narzędzia metodyczne

stosowane w przygotowaniu biznesplanów przedsiębiorstw i przedsięwzięć inwestycyjnych [Pawlak, 2008, s. 25–34]. Poprawność rachunkowa oznacza brak błędów w obliczeniach. Prawidłowość przyjętych założeń jest tożsama z ich realnością, tj. zgodnością zakładanych wielkości ze stanem obecnym i przyszłym. Przygotowanie planu restrukturyzacyjnego musi być poprzedzone rzetelną analizą przedrestrukturyzacyjną [Piasecki, 2016, s. 80–83]. W ramach weryfikacji założeń planu należy zwrócić szczególną uwagę na możliwość przyjmowania nierealnych wskaźników wzrostu produkcji i sprzedaży, zaniżania nakładów i kosztów lub częściowego ich pomijania, zawyżania cen bądź zdolności produkcyjnych. Analiza ryzyka oznacza określenie potencjalnych zjawisk lub zdarzeń stanowiących źródła zagrożeń, identyfikację obszarów ich występowania i rodzajów ryzyka [Chłapek, 2015, s. 19].

Odpowiedź na drugie z postawionych pytań wymaga przeprowadzenia analizy finansowej. Analiza finansowa stanowi najważniejszą część analizy ekonomicznej, która obejmuje także analizę techniczno-ekonomiczną. Odzwierciedla to dwie strony gospodarowania w przedsiębiorstwie, tj. rzeczową i finansową [Gabrusewicz, 2002, s. 23]. Analiza finansowa jest skoncentrowana na wielkościach ekonomicznych charakteryzujących działalność podmiotu wyrażonych w jednostkach pieniężnych. Jej zadaniem jest dostarczenie informacji umożliwiających ocenę kondycji finansowej jednostki oraz efektywności gospodarowania zasobami. Podstawowymi obszarami tej oceny są analiza sytuacji majątkowej i kapitałowej, rentowności, płynności, obrotowości, zadłużenia, wartości rynkowej. Zakres i forma analizy zależy od tego, kto i w jakim celu ją przeprowadza. Jako krytyczny czynnik w ocenie wykonalności planu restrukturyzacyjnego amerykańscy naukowcy wskazują jednoznacznie analizę poziomu płynności restrukturyzowanego podmiotu [Baldiga, 1996, s. 122; Winikka, 2007, s. 738].

Odpowiedź na trzecie z postawionych pytań wymaga dokonania prognozy poziomu zaspokojenia wierzycieli w przypadku likwidacji masy upadłości. Przepisy prawa nie zawierają wymogu ujawniania w planie restrukturyzacyjnym takich prognoz. Zdecydowanie utrudnia to ocenę zasadności postępowania restrukturyzacyjnego. Wierzyciele mogą dokonywać wyceny wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa dłużnika samodzielnie, na podstawie wykazu majątku z szacunkową wartością jego składników składanego wraz z wnioskiem restrukturyzacyjnym. Jest to jednak możliwe jedynie w przypadku przyspieszonego postępowania układowego oraz postępowania układowego, w przypadku postępowania sanacyjnego obowiązek oszacowania wartości majątku nie ma. Ten sposób ustalania wartości likwidacyjnej ma także inne wady, w tym:

- 1) przepisy nie regulują sposobu ustalania szacunkowej wartości składników majątku. Najczęściej jest to wartość rynkowa ustalana na poziomie ceny sprzedaży netto lub inaczej określonej wartości godziwej. Zbyt mienia w ramach procedur likwidacyjnych często ma jednak charakter nierynkowy, tzn. odbywa się w warunkach sprzedaży wymuszonej [Adamiczka, 2004, s. 27], co oznacza, że uzyskane fundusze są znacząco niższe niż wartość oszacowania;
- 2) sporządzenie wykazu składników majątku następuje znacznie wcześniej niż głosowanie nad układem, przez ten skład i wartość majątku może ulec istotnym zmianom;
- 3) do ustalenia prawdopodobnego poziomu spłaty wierzytelności nie wystarczy znajomość wartości zbywczej majątku dłużnika. Konieczna jest również wiedza na temat przewidywanych kosztów procedur likwidacyjnych, których wykaz majątku nie zawiera [Wolny, 2016].

### 3. Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa

Płynność finansowa przedsiębiorstwa może być rozpatrywana w różnych aspektach. W aspekcie majątkowym oznacza ona łatwość, z jaką można dokonać uzasadnionej, relatywnie szybkiej i taniej zamiany aktywów na środki pieniężne [Gabrusewicz, 2002, s. 229]. W tym znaczeniu o płynności przedsiębiorstwa decyduje ilość posiadanej gotówki oraz łatwość pozyskania jej dodatkowych zasobów poprzez zamianę na nią innych aktywów [Kusak, 2006, s. 9]. Płynność w aspekcie majątkowo-kapitałowym oznacza zdolność do regulowania zobowiązań bieżących w wymagalnych terminach. Wynika z relacji zobowiązań finansujących majątek oraz majątku stanowiącego zabezpieczenie terminowej ich spłaty. W tym aspekcie płynność rozumiana jest jako wypłacalność. Pozwala to na wyróżnienie wypłacalności krótkoterminowej (*technical solvency*), czyli krótkookresowej zdolności do płacenia aktualnych zobowiązań, oraz wypłacalności długoterminowej (*solvency*) wyrażającej się w nadwyżce majątku nad zobowiązaniami [Wędzki, 2003, s. 33]. Dla uniknięcia chaosu w definiowaniu płynności i wypłacalności pierwsze z tych pojęć utożsamia się najczęściej z krótkoterminową zdolnością płatniczą, drugie dotyczy długiego okresu [Piątek, Moczydłowski, 2017, s. 124]. Trzecia grupa definicji określających płynność finansową formułowana jest w ujęciu dynamicznym, w aspekcie przepływów pieniężnych [Kosińska, Cicirko, 2010, s. 11–13]. W tym znaczeniu płynność wynika ze zdolności generowania wpływów, a nie z posiadanych zasobów, i oznacza możliwość pokrywania wszelkich wydatków, niekoniecznie wynikających z zobowiązań.

Podstawowych informacji do oceny płynności finansowej dostarcza analiza pozioma i pionowa bilansu. W ocenie struktury aktywów kluczowe

znaczenie ma udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej oraz ich struktura wewnętrzna. W analizie pionowej pasywów istotny jest udział kapitałów własnych i obcych oraz długoterminowych, tj. kapitału stałego, i krótkoterminowych w kapitałach całkowitych. Kształtowanie się relacji strukturalnych jest jednak w dużej mierze uzależnione od branży i rodzaju przedsiębiorstwa. Właściwa ich ocena wymaga dokonania porównań kształtowania się tych wielkości w latach poprzednich, oraz podobnych jednostkach gospodarczych, w szczególności u liderów danej branży. Pomocne w prawidłowej interpretacji tych wartości jest również uzyskanie dodatkowych informacji pozabilansowych, np. na temat możliwości zbytu aktywów finansowych lub struktury rozrachunków według terminu ich zapłaty.

Szczególnie istotne znaczenie dla oceny płynności finansowej i zarządzania płynnością ma analiza pozioma bilansu, tj. badanie powiązań majątkowo-kapitałowych. W ramach tej analizy ocenia się spełnienie złotych reguł bilansowych [Gabrusewicz, 2002, s. 96], czyli relacji między długookresowym majątkiem a długookresowymi kapitałami, oraz kształtowanie się kapitału obrotowego netto. Kapitał pracujący stanowi część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy. Jest on nazywany bezwzględny miernikiem płynności finansowej przedsiębiorstwa [Pazio, 1994, s. 299]. Poziom kapitału obrotowego netto powinien pokrywać zapotrzebowanie na niego, które zależy od długości cyklu eksploatacyjnego oraz szybkości krążenia środków obrotowych [Walczak, 2007, s. 361]. Ustalanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto jest zagadnieniem złożonym. Najprościej wykorzystać wartości normatywne ustalone metodami statystycznymi lub wyznaczyć przybliżoną jego wartość jako nadwyżkę aktywów obrotowych operacyjnych nad zobowiązaniami bieżącymi operacyjnymi. Na operacyjne aktywa obrotowe składają się zapasy, należności i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, zaś operacyjne zobowiązania bieżące obejmują zobowiązania krótkoterminowe pomniejszone o wartość kredytów, pożyczek, obligacji i papierów wartościowych [Narkiewicz, 2003, s. 489–490]. Podsumowaniem poziomej analizy bilansu z punktu widzenia analizy płynności może być ocena strategii finansowej [Kowalak, 2008, s. 101].

Współcześnie coraz częściej zaczyna dominować pogląd, że z punktu widzenia oceny płynności finansowej co najmniej równie ważną co bilans częścią sprawozdania finansowego jest rachunek przepływów pieniężnych [Nesterak, Żmuda, 2005, s. 79]. Jest on sporządzany według tzw. zasady kasowej i dzieli działalność podmiotu na operacyjną, inwestycyjną i finansową, ukazując wpływy i wydatki z każdej z nich. Analiza strukturalna rachunku przepływów pieniężnych polega na ocenie przepływów

gotówkowych z poszczególnych rodzajów działalności – bywa ona nazywana analizą ośmiu przypadków [Rutkowski, 2000, s. 57–67].

Pogłębieniem analizy relacji majątkowo kapitałowych oraz oceny kierunków przepływu strumieni pieniężnych jest wskaźnikowa analiza płynności. Statyczne wskaźniki oceny płynności wykorzystują dane pochodzące z bilansu. Obrazują one możliwość pokrycia zobowiązań bieżących aktywami bieżącymi lub ich składnikami w określonym momencie czasowym. Wskaźniki te są porównywane do wartości optymalnych oraz w czasie. W ramach statycznej oceny zdolności płatniczej ustalana jest również sprawność gospodarowania składnikami majątku obrotowego. Obliczane są wskaźniki obrotowości lub cykle zapasów, należności, zobowiązań, które łącznie pozwalają ustalić tzw. cykl konwersji gotówki. Oprócz danych z bilansu do ich obliczenia wykorzystywane są informacje z rachunku zysków i strat. Krótkie cykle rotacji zapasów i należności oraz dłuższe cykle zobowiązań bieżących powodują skrócenie cyklu konwersji gotówki, co skutkuje poprawą płynności finansowej i mniejszym zapotrzebowaniem na kapitał pracujący [Kaczorowski, 2012, s. 172–174].

Dynamiczne wskaźniki oceny płynności finansowej wykorzystują informacje o przepływach pieniężnych, szczególnie z działalności operacyjnej. Wskaźniki wydajności gotówkowej informują, jakie wpływy z działalności operacyjnej osiąga przedsiębiorstwo w danym okresie ze sprzedaży lub zaangażowania aktywów. Z kolei wskaźniki wystarczalności gotówkowej informują, czy środki pieniężne z podstawowej działalności pokrywają zobowiązania i różne wydatki [Kowalak, 2008, s. 113–114].

Jak przedstawiono powyżej, podstawowym źródłem informacji służących do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa jest bilans oraz rachunek przepływów pieniężnych. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami plan restrukturyzacyjny musi zawierać prognozę przychodów i kosztów za okres kolejnych pięciu lat w co najmniej dwóch wariantach. Niestety, informacja na temat wartości wygenerowanego wyniku księgowego nie ma odzwierciedlenia w możliwościach płatniczych podmiotu. Wynika to z zasady memoriałowej, jaka obowiązuje przy ustalaniu wyniku finansowego. Nakazuje ona uwzględnienie w rachunku zysków i strat osiągniętych przychodów i kosztów związanych z przychodami danego okresu sprawozdawczego, niezależnie od terminu ich zapłaty. Wygenerowane zyski w znacznej mierze mogą mieć charakter niepieniężny. Z drugiej strony w rachunku wyników nie są uwzględnione przepływy pieniężne istotnie wpływające na aktualną i przyszłą sytuację finansową podmiotu, np. ponoszone nakłady inwestycyjne, wpływy wynikające z pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania, spłaty zobowiązań z tytułu kredytów i leasingu finansowego itd. Faktyczne wpływy i wydatki prezentuje



rachunek przepływów pieniężnych. W związku z powyższym postawioną w artykule hipotezę badawczą, że plan restrukturyzacyjny sporządzony z uwzględnieniem jedynie koniecznych elementów nie pozwala na przeprowadzenie rzetelnej analizy płynności finansowej, należy zweryfikować pozytywnie. Plan restrukturyzacyjny powinien zostać uzupełniony o prognozy bilansu i rachunku przepływów pieniężnych sporządzonych analogicznie jak projekcje rachunku zysków i strat. Jest to w interesie zarówno dłużnika, jak i wierzycieli, co dostrzega już część doradców restrukturyzacyjnych i zamieszcza te dane w przygotowanych przez siebie planach.

#### **4. Analiza płynności finansowej na podstawie planu restrukturyzacyjnego w badanej spółce**

Badane przedsiębiorstwo, Spółka X, prowadzi działalność gospodarczą w zakresie hurtowej sprzedaży paliw płynnych. W grudniu 2016 r. jednostka złożyła wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego. W marcu 2017 r. sąd rozpatrzył wniosek pozytywnie i w grudniu zatwierdził plan restrukturyzacyjny. Przyczyną trudnej sytuacji firmy było nadanie klauzuli natychmiastowej wykonalności decyzjom administracyjnym wydanym przez Urząd Kontroli Skarbowej i wszczęcie postępowania egzekucyjnego. W toku tego postępowania komornik wyegzekwował kwotę przekraczającą 5 mln zł. Spowodowało to utratę płynności finansowej, co doprowadziło do załamania hurtowej sprzedaży paliw. Czasowe zaprzestanie działalności handlowej skutkowało wypowiedzeniem kontraktów przez kontrahentów i obciążeniem Spółki karami umownymi. Utrata wiarygodności finansowej sprawiła również, że pomimo wznowienia obrotu paliwami, zakres tej działalności jest znacznie niższy. Firma nie ma możliwości otwarcia linii kredytowej, a kontrahenci nie są skłonni do realizacji zamówień z odroczonej terminem płatności.

Przygotowany i zatwierdzony w toku procedur sanacyjnych plan restrukturyzacyjny zakłada podjęcie działań naprawczych, których podstawowe założenia to reorganizacja struktur zmierzająca do integracji prowadzonej działalności, dywersyfikacja portfela zleceń, optymalizacja kosztów, restrukturyzacja majątkowa. Dodatkowo w ramach restrukturyzacji zobowiązań przewidziano układ z wierzycielami. Przewidywany stopień zaspokojenia wierzycieli w postępowaniu sanacyjnym wynosi około 30%.

W planie restrukturyzacyjnym zawarto informacje o planowanych przychodach i kosztach w pięcioletnim horyzoncie czasowym w dwóch wariantach: optymistycznym (w2) i pesymistycznym (w1). W obu wariantach spłata wierzycieli na warunkach układowych nastąpi w ciągu 60 miesięcy, lecz w pierwszym przypadku Spółka osiągnie możliwość inwestowania

już w drugim roku prognozy. W wariantcie pesymistycznym nastąpi to po trzech latach. Dodatkowo dołączono do planu również prognozy bilansu i rachunku przepływów pieniężnych w podobnych wariantach. Umożliwia to analizę płynności przedsiębiorstwa dłużnika w całym prognozowanym okresie. W celu pogłębienia tej analizy zostały również ustalone wartości referencyjne wskaźników płynności. Obliczono je dla porównywalnej jednostki, tj. o podobnym profilu działalności, wielkości i formie prawnej. Z uwagi na ograniczoną objętość niniejszego artykułu poniżej zaprezentowano jedynie wybrane wskaźniki płynności i ich uproszczoną interpretację.

W pierwszej kolejności ustalono podstawowe wskaźniki analizy pionowej bilansu (tab. 2). Dane te pokazują, że w strukturze aktywów przeważa majątek trwały. W wariantcie pesymistycznym udział aktywów trwałych nie tylko utrzymuje się powyżej wartości w konkurencyjnym przedsiębiorstwie, ale dodatkowo wzrasta w całym okresie prognozy. Oznacza to spadek elastyczności firmy i wzrost ryzyka operacyjnego. W przypadku wariantu optymistycznego na koniec okresu projekcji wskaźnik unieruchomienia majątku jest niższy niż u konkurenta. W obu wariantach wartość majątku trwałego wzrasta nominalnie, co jest związane z realizacją założenia integracji działalności i budową własnej bazy paliwowej. Płynność aktywów obrotowych rośnie w kolejnych latach prognozy do poziomu zbliżonego do wartości referencyjnej. Kształtowanie się wskaźnika struktury pasywów oznacza bardzo szybki spadek poziomu zadłużenia. Wynika to ze spłaty roszczeń wierzycieli zgodnie z przyjętym układem. Jednocześnie jednostka nie zaciąga żadnych nowych zobowiązań do finansowania swojej działalności. Oznacza to rezygnację z efektu dźwigni finansowej oraz pogarsza rentowność kapitału własnego.

Analiza pozioma bilansu pozwala ustalić, że realizacja planu restrukturyzacyjnego umożliwi spełnienie złotej reguły bilansowej i wygenerowanie dodatniego kapitału pracującego, zarówno w wariantcie optymistycznym, jak i pesymistycznym prognozy (tab. 3). Nadal jednak wartość kapitału obrotowego netto pozostanie na poziomie niższym od zapotrzebowania na niego. Może to generować ryzyko utraty płynności w sytuacji braku synchronizacji pomiędzy wpływem należności i zobowiązań podmiotu. Podsumowując analizę pionową i poziomą bilansu, Spółka X będzie realizowała konserwatywną strategię finansowania aktywów, której celem jest głównie przywrócenie i zachowanie płynności finansowej.

**Tablica 2. Wybrane wskaźniki struktury aktywów i pasywów Spółki X**

Wskaźnik	Wskaźnik unieruchomienia majątku		Podstawowy wskaźnik struktury pasywów		Wskaźnik płynności aktywów obrotowych	
	Formuła		Formuła		Formuła	
Formuła	Aktywa trwałe/ aktywa obrotowe		Kapitały własne/ Kapitały obce		Środki pieniężne/ Aktywa obrotowe	
Wariant	w1	w2	w1	w2	w1	w2
12.2016	0,51	0,51	-0,40	-0,40	0,02	0,02
03.2017	2,08	2,08	-0,33	-0,33	0,00	0,00
12.2017	2,29	1,35	0,77	0,89	0,06	0,45
12.2018	2,33	2,33	1,13	2,05	0,07	0,07
12.2019	2,34	3,11	1,82	1,79	0,07	0,07
12.2020	2,04	2,80	2,84	2,47	0,07	0,07
12.2021	2,99	2,27	5,23	3,44	0,08	0,05
12.2022	3,14	1,60	12,35	6,69	0,09	0,04
Wart. Ref.	1,98		0,47		0,06	

Źródło: Opracowanie własne.

**Tablica 3. Poziom kapitału pracującego w Spółce X**

Wskaźnik	Kapitał obrotowy netto (tys. zł)		Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto (tys. zł)		Saldo płynności netto (tys. zł)	
	Formuła		Formuła		Formuła	
Formuła	Aktywa bieżące – Zobowiązania bieżące		Aktywa obrotowe operacyjne – Zobowiązania bieżące operacyjne		Kapitał obrotowy netto – Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto	
Wariant	w1	w2	w1	w2	w1	w2
12.2016	6 145,30	6 145,30	11 616,30	11 616,30	-5 471,00	-5 471,00
03.2017	-29 329,50	-29 329,50	-27 395,90	-27 395,90	-1 933,60	-1 933,60
12.2017	-5 332,50	-2 035,00	-3 911,50	-5 852,00	-1 421,00	3 817,00
12.2018	-3 611,50	-314,00	-2 220,50	1 072,00	-1 391,00	-1 386,00
12.2019	-943,50	-2 946,00	-282,50	-2 285,00	-661,00	-661,00
12.2020	1 880,50	-442,00	2 531,50	209,00	-651,00	-651,00
12.2021	2 446,00	2 732,00	3 087,00	3 373,00	-641,00	-641,00
12.2022	4 609,00	8 086,50	5 235,00	8 712,50	-626,00	-626,00

Źródło: Opracowanie własne.

Realizacja planu restrukturyzacyjnego w wariacie optymistycznym doprowadzi w ostatnim okresie prognozy do zrównania wskaźników płynności bieżącej, szybkiej i gotówkowej Spółki X do poziomów zbliżonych

do wielkości średnich uzyskiwanych w podobnych podmiotach branży (tab. 4). W wariacie pesymistycznym w piątym roku projekcji te indeksy osiągną wartości dużo wyższe od postulowanych. Sygnalizuje to docelową możliwość wystąpienia nadpłynności gotówkowej, co może doprowadzić do obniżenia rentowności firmy.

**Tablica 4. Statyczne wskaźniki płynności w Spółce X**

Wskaźnik	Wskaźnik płynności bieżącej		Wskaźnik płynności szybkiej		Wskaźnik płynności gotówkowej	
Formuła	Aktywa bieżące/ Zobowiązania bieżące		(Aktywa bieżące – zapasy)/ Zobowiązania bieżące		Środki pieniężne/ Zobowiązania bieżące	
Wariant	w1	w2	w1	w2	w1	w2
12.2016	1,43	1,43	1,30	1,30	0,03	0,03
03.2017	0,23	0,23	0,20	0,20	0,00	0,00
12.2017	0,58	0,86	0,51	0,80	0,04	0,39
12.2018	0,66	0,96	0,56	0,81	0,05	0,07
12.2019	0,88	0,70	0,70	0,56	0,06	0,05
12.2020	1,33	0,94	0,92	0,66	0,09	0,06
12.2021	1,68	1,41	1,16	0,98	0,14	0,08
12.2022	4,20	3,15	2,82	2,35	0,36	0,14
Wart. Ref.	2,34		1,9		0,15	

Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźniki rotacji, szczególnie cykl konwersji zobowiązań krótkoterminowych, potwierdzają negatywny wpływ utraty wiarygodności finansowej na stan płynności finansowej firmy. Przed wszczęciem postępowania egzekucyjnego Spółka X mogła nabywać paliwo z bardzo długim terminem płatności. W rezultacie otrzymywała zapłatę za sprzedane paliwo wcześniej niż płaciła za jego zakup. Świadczy o tym ujemna wartość cyklu konwersji gotówki. Skrócenie cyklu konwersji zobowiązań krótkoterminowych i jednoczesne wydłużanie cykli konwersji zapasów i należności są zjawiskami niekorzystnymi, oznaczają coraz mniej efektywne zarządzanie gotówką. Pomimo tego trendu wskaźnik cyklu konwersji gotówki w ostatnim roku prognozy kształtuje się na poziomie zbliżonym do konkurencji (tab. 5).

Tablica 5. Kształtowanie się wskaźników rotacji w Spółce X

Wskaźnik	Cykl konwersji zapasów (dni)		Cykl konwersji należności (dni)	
Formuła	Średni stan zapasów* liczba dni w okresie/ sprzedaż netto		Średni stan należności* liczba dni w okresie/ sprzedaż netto	
Wariant	w1	w2	w1	w2
12.2016	2,33	2,33	21,07	21,07
03.2017	4,46	4,46	27,94	27,94
12.2017	10,79	10,79	87,24	87,24
12.2018	7,01	6,99	37,41	37,41
12.2019	7,84	7,82	30,87	30,87
12.2020	11,46	11,46	28,67	28,67
12.2021	11,58	14,36	22,15	28,53
12.2022	10,07	15,29	17,57	36,12
Wart. Ref.	7,17		28,23	
Wskaźnik	Cykl konwersji zobowiązań krótkoterminowych (dni)		Cykl konwersji gotówki (dni)	
Formuła	Średni stan zobowiązań* liczba dni w okresie/sprzedaż netto		Cykl zapasów + cykl należności-cykl zobowiązań krótkoterminowych	
Wariant	w1	w2	w1	w2
12.2016	17,16	17,16	6,25	6,25
03.2017	151,63	151,63	-119,24	-119,24
12.2017	101,41	108,71	-3,38	-10,68
12.2018	80,22	75,57	-35,79	-31,16
12.2019	57,40	53,37	-18,69	-14,67
12.2020	41,48	54,80	-1,35	-14,67
12.2021	25,62	40,43	8,11	2,46
12.2022	12,98	26,92	14,66	24,49
Wart. Ref.	16,17		19,23	

Źródło: Opracowanie własne.

Podsumowując, jeśli przyjęte założenia są realne, realizacja planu restrukturyzacyjnego zapewni przywrócenie i utrzymanie płynności finansowej podmiotu. Pozwoli na zrealizowanie przyjętego układu i spłatę roszczeń wierzycieli w zaplanowanym stopniu.

## Zakończenie

Plan restrukturyzacyjny to najważniejszy dokument finansowy sporządzany w postępowaniu restrukturyzacyjnym. To na jego podstawie sąd i wierzyciele podejmują decyzję o przyjęciu lub odrzuceniu propozycji układowych. Przygotowanie w pełni wiarygodnego, kompleksowego i przede wszystkim skutecznego planu restrukturyzacyjnego wymaga dużej wiedzy i doświadczenia. Zawarte w nim działania naprawcze powinny umożliwić nie jednorazowe uniknięcie niewypłacalności, lecz stworzyć trwałe podstawy do sprawnego i efektywnego działania podmiotu na rynku [Gerdes, 1940, s. 55].

Plan restrukturyzacyjny jest na tyle skomplikowanym dokumentem, że jego obiektywna ocena jest zagadnieniem złożonym. W międzynarodowych opracowaniach prezentowany jest pogląd, że sądy nie są przygotowane do przeprowadzania analizy wykonalności tych planów [McCormack, 2017, s. 195]. Przedstawiona w artykule problematyka oceny prognozy płynności finansowej podmiotu w trakcie i po zakończeniu procedur naprawczych stanowi ważny, lecz nie jedyny obszar analizy planu restrukturyzacyjnego. W opracowaniu wskazano kierunki innych analiz istotnych z punktu widzenia użytkowników tego dokumentu. Ustawa obowiązuje od niedawna, dlatego wciąż tworzą się dobre praktyki w zakresie opracowywania i oceny planów restrukturyzacyjnych.

## Literatura

- Adamiczka J. (2004), *Wartość rynkowa nieruchomości a wartość dla wymuszonej sprzedaży*, „Rzeczoznawca Majątkowy”, nr 3 (43).
- Baldiga N.R. (1996), *Is This Plan Feasible? An Empirical Legal Analysis of Plan Feasibility*, „Comercial Law Journal”, Vol. 101.
- Chłapek K. (2015), *Pomiar ryzyka gospodarczego na podstawie sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa.
- Gabruszewicz W. (2002), *Podstawy analizy finansowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gerdes J. (1940), *General principles of plans of corporate reorganization*, „University of Pennsylvania Law Review and American Law Register”, Vol. 89, No. 1.
- Hrycaj A. (2015), *Cztery postępowania restrukturyzacyjne*, „Doradca Restrukturyzacyjny”, nr 1.
- Hrycaj A., Filipiak P. (2017), *Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Kaczorowski M. (2012), *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 30.
- Khoironi A., Herliana S. (2015), *Evaluating the effectiveness of business plan approach for first time entrepreneurs case study: IBE SBM ITB*, „Journal of Business and Management”, Vol. 4, No. 3.

- Kosińska J., Cikirko T. (2010), *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna SGH, Warszawa.
- Kowalak R. (2008), *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, ODDK, Gdańsk.
- Kusak A. (2006), *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- LoPucki L.M., Whitfor W.C. (1993), *Corporate governance in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies*, „University of Pennsylvania Law Review”, Vol. 141, No. 3.
- McCormack G. (2017), *Business restructuring law in Europe: making a fresh start*, „Journal of Corporate Law Studies”, Vol. 17, No. 1.
- Narkiewicz J. (2003), *Struktura kapitałowo-majątkowa a płynność finansowa przedsiębiorstwa*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Vol. XXXVII, Lublin.
- Nesterak J., Żmuda J. (2005), *Statyczna a dynamiczna ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Informatyki”, z. 3.
- Pawlak Z. (2008), *Biznesplan, zastosowania i przykłady*, Poltex, Warszawa.
- Pazio W. (1994), *Jak gospodarować finansami. Ekonomiczne podstawy biznesu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Piasecki A. (2016), *Plan restrukturyzacyjny na przykładzie przedsiębiorstwa produkcyjnego*, w: A. Hrycaj, P. Filipiak, M. Geromin, B. Groele (red.), *Restrukturyzacja i upadłość przedsiębiorstw 2.0*, C.H. Beck, Warszawa.
- Piątek E., Moczydłowski K. (2017), *Wyplacalność a płynność finansowa – zależności*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 5, cz. 1.
- Rutkowski A. (2000), *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne, t.j. Dz. U. z 2017 r., poz. 1508 z późn. zm.
- Walczak M. (2007), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa.
- Wędzki D. (2003), *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa, przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Winikka D.P. (2007), *Focus on Feasibility*, „Pratt’s Journal of Bankruptcy Law”, Vol. 731.
- Wolny M. (2016), *Plan naprawczy w postępowaniu restrukturyzacyjnym*, <https://www.rp.pl/Firma/308059991-Plan-naprawczy-w-postepowaniu-restrukturyzacyjnym.html>, dostęp: 30.08.2018.

## Streszczenie

Artykuł został poświęcony problematyce oceny planu restrukturyzacyjnego sporządzanego w postępowaniu restrukturyzacyjnym. Koncentruje się na aspektach analizy płynności. W opracowaniu wskazano znaczenie planu restrukturyzacyjnego i omówiono jego zawartość. Zawiera ono opis celu i kierunki analizy planu restrukturyzacyjnego przez odbiorców zewnętrznych, sąd i wierzycieli. Scharakteryzowano zasady oceny płynności finansowej w oparciu

o sprawozdawczość finansową. W artykule przeprowadzono analizę płynności finansowej na podstawie planu restrukturyzacyjnego wybranej spółki objętej postępowaniem sanacyjnym.

### **Słowa kluczowe**

postępowanie restrukturyzacyjne, plan restrukturyzacyjny, analiza finansowa, płynność finansowa

### **Financial liquidity analysis as part of the evaluation of the restructuring plan prepared in restructuring proceedings (Summary)**

The article is devoted to the evaluation of the restructuring plan drawn up in the restructuring proceedings. Focuses on the aspects of liquidity analysis. The study indicates the importance of the restructuring plan and discusses its content. The article contains a description of the purpose and directions of the analysis of the restructuring plan by external recipients, court and creditors. The principles of financial liquidity assessment based on financial reporting have been characterized. A financial liquidity analysis was carried out based on information from the restructuring plan in the selected company covered by the remedial proceedings.

### **Keywords**

restructuring proceedings, restructuring plan, financial analysis, financial liquidity