

## TEST PRYWATNEGO WIERZYCIELA

Zgodnie z art. 140 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 2309)

### **Kancelaria Medius S.A. w restrukturyzacji**

ul. Babińskiego 69

30-393 Kraków

KRS: 0000397680

NIP: 6793070026

REGON: 12185074000000

Miejsce i data sporządzenia:

Poznań, 4.10.2023 r.

**PUSTA STRONA**

## SPIS TREŚCI

I. Definicje .....	4
II. Wstęp.....	5
III. Metodyka .....	6
IV. Zakres testu.....	7
V. Przewidywany poziom zaspokojenia wierzycieli publicznych w ramach układu.....	8
V. Przewidywany poziom zaspokojenia wierzycieli publicznych w teoretycznym postępowaniu upadłościowym.....	9
VI. Podsumowanie .....	16

## I. Definicje

Dla potrzeb niniejszego dokumentu, w dalszej jego części posłużono się następującymi skrótami:

<b>Kancelaria Medius, Spółka, Dłużnik</b>	Kancelaria Medius Spółka Akcyjna w restrukturyzacji z siedzibą w Krakowie, ul. Babińskiego 69, 30-393 Kraków, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000397680;
<b>Medius Collection SL</b>	Medius Collection Sociedad Limitada z siedzibą w Hiszpanii, w Madrycie, Paseo de la Castellana 167,1A izq., 28046 Madryt, o numerze identyfikacji podatkowej (NIF) B87471348;
<b>Medius Office Collection s.r.o.</b>	Medius Office Collection Společnost s Ručením Omezeným z siedzibą w Czechach, w Pradze, Bieblova 648/1, 150 00 Praha 5, Smichov, o numerze IČO 015 61 910.
<b>Test Prywatnego Wierzyciela, Test, TPW</b>	Dokument sporządzony na podstawie art. 140 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 2309),
<b>Wierzyciele Publiczni</b>	Wierzyciele publiczni wyodrębnieni ze spisu wierzytelności, do których kierowany jest Test Prywatnego Wierzyciela.

## II. WSTĘP

W dniu 29 maja 2020 roku Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie, VIII Wydział Gospodarczy dla spraw Upadłościowych i Restrukturyzacyjnych, postanowił:

1. otworzyć postępowania układowe Kancelaria Medius S.A. z siedzibą w Krakowie. Postępowanie jest prowadzone pod sygnaturą VIII GRu 1/20;
2. wyznaczyć sędziego-komisarza w osobie SSR Bartosza Suchmiela, następnie zmieniony na SSR Marzenę Henrych;
3. wyznaczyć nadzorcę Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja S.A. z siedzibą w Warszawie;
4. wskazać, że podstawą jurysdykcji sądów polskich jest rt.. 3 ust. 1 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie postępowania upadłościowego nr 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r.;
5. wskazać, że otwarte postępowanie ma charakter postępowania głównego.

W przypadku możliwego bądź planowanego wsparcia dłużnika w postępowaniu restrukturyzacyjnym, w jakiegokolwiek formie, ze strony państwa lub przy użyciu zasobów państwowych, plan restrukturyzacji dodatkowo powinien zawierać Test Prywatnego Wierzyciela sporządzony zgodnie z wymaganiami art. 140 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (dalej także jako: „Prawo Restrukturyzacyjne).

### III. METODYKA

Celem sporządzenia Testu Prywatnego Wierzyciela, o którym mowa w art. 140 Prawa Restrukturyzacyjnego, jest określenie, czy wsparcie udzielone przez państwo lub przy użyciu zasobów państwowych w postępowaniu układowym oraz w trakcie wykonywania układu może zostać uznane za pomoc publiczną.

Pomoc publiczna może być udzielona w dowolny sposób, jednak w przypadku postępowań restrukturyzacyjnych jest rozumiana w szczególności jako zmniejszenie wysokości zobowiązań, odroczenie terminu spłaty zobowiązań, umożliwienie spłaty zobowiązania w ratach lub zawieszenie postępowań egzekucyjnych, jak i udzielenie pożyczek, kredytów czy gwarancji i poręczeń.

Test Prywatnego Wierzyciela ma za zadanie ocenić, czy w ramach postępowania układowego i w trakcie wykonywania układu działania prowadzone przez wierzyciela będącego podmiotem państwowym są analogiczne do zachowań prywatnego wierzyciela działającego w normalnych warunkach rynkowych.

Przy wykonywaniu Testu Prywatnego Wierzyciela za postępowanie zgodne z rynkowym uznaje się takie decyzje wierzyciela publicznego, których efektem jest wybór najkorzystniejszego rozwiązania w ramach postępowania restrukturyzacyjnego, biorąc pod uwagę zawarcie i wykonanie proponowanego układu oraz poziom zaspokojenia w ewentualnym postępowaniu upadłościowym.

#### IV. ZAKRES TESTU

Wśród wierzycieli Dłużnika zidentyfikowano następujących Wierzycieli Publicznych, dla których, zgodnie z art. 140 Prawa Restrukturyzacyjnego, wymagane jest sporządzenie Testu Prywatnego Wierzyciela:

1. Zakład Ubezpieczeń Społecznych Inspektorat Kraków Łagiewniki  
Adres: ul. Zakopiańska 33, 30-418 Kraków,
2. Skarb Państwa zastępowany przez Naczelnika Małopolskiego Urzędu Skarbowego  
Adres: os. Bohaterów Września 80, 31-621 Kraków,
  - a) z tytułu zaległego podatku od towarów i usług,
  - b) z tytułu zaległego podatku od czynności cywilnoprawnych.

W tabeli 1 przedstawiono zestawienie Wierzycieli Publicznych będących wierzycielami Dłużnika, wraz z informacją o kwocie wierzytelności objętej układem oraz efektywnym poziomie zaspokojenia w układzie.

**Tabela 1. Wierzyciele Publiczni występujący wśród wierzycieli Dłużnika**

Wierzyciel	Wierzytelność główna objęta układem (w zł)	Efektywny poziom zaspokojenia wierzytelności głównej w układzie (w %)	Kwota spłaty wierzytelności głównej w układzie (w zł)
Zakład Ubezpieczeń Społecznych Inspektorat Kraków Łagiewniki	21 192,53	100,00%	21 192,53
Skarb Państwa zastępowany przez Naczelnika Małopolskiego Urzędu Skarbowego Adres: os. Bohaterów Września 80, 31-621 Kraków w tym:	995 740,94	20,00%	92 242,19
Z tytułu zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych	94 038,00	20,00%	18 807,60
z tytułu zaległego podatku od towarów i usług	461 210,94	20,00%	92 242,19
z tytułu zaległego podatku od czynności cywilnoprawnych	440 492,00	20,00%	88 098,40

*Źródło: Opracowanie własne.*

## V. PRZEWIDYWANY POZIOM ZASPOKOJENIA WIERZYCIELI PUBLICZNYCH W RAMACH UKŁADU

Kancelaria Medius przygotowała dla wierzycieli objętych układem następujące propozycje układowe, dzieląc ich na kategorie interesu (dalej: Grupy, Kategorie interesu). Kategorie V i VI dotyczą Wierzycieli Publicznych.

### KATEGORIE INTERESU DOTYCZĄCE WIERZYCIELI PUBLICZNYCH I PROPOZYCJE ZASPOKOJENIA

#### Kategoria interesu V

Skarb Państwa, jednostki samorządu terytorialnego, państwowe osoby prawne z tytułu podatków, ceł i innych należności publicznoprawnych niewymienionych w art. 160 „Prawo restrukturyzacyjne”

Wierzytelności objęte kategorią V zostaną zaspokojone przez Spółkę w następujący sposób:

A. spłatę przez Spółkę w kwocie stanowiącej **20% (dwadzieścia procent)** sumy należności głównych, co nastąpi w ciągu trzech miesięcy od dnia doręczenia Spółce postanowienia o zatwierdzeniu układu ze stwierdzeniem prawomocności;

Ponadto nastąpi:

B. umorzenie 80% wierzytelności głównych oraz umorzenie wierzytelności ubocznych w tym kosztów dochodzenia oraz odsetek.

#### Kategoria interesu VI

Kategoria VI - Zakład Ubezpieczeń Społecznych z wierzytelności, o których mowa w art. 160 Prawa restrukturyzacyjnego.

Propozycja zaspokojenia

Spłata 100% wierzytelności głównej oraz odsetek w terminie trzech miesięcy od dnia doręczenia Spółce postanowienia o zatwierdzeniu układu ze stwierdzeniem prawomocności.



## VI. PRZEWIDYWANY POZIOM ZASPOKOJENIA WIERZYCIELI PUBLICZNYCH W HIPOTETYCZNYM POSTĘPOWANIU UPADŁOŚCIOWYM

Analiza poziomu zaspokojenia Wierzycieli Publicznych sporządzona została na podstawie danych finansowych i operacyjnych Dłużnika. Analiza została przeprowadzona przy założeniu ogłoszenia upadłości Dłużnika i przeprowadzenia działań zmierzających do likwidacji majątku Dłużnika zgodnie z ustawą z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo Upadłościowe (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 1520 z późn. zm.) (dalej: Prawo Upadłościowe, P.U.). W ramach procesu likwidacji majątku przyjęto hipotetyczny scenariusz realizacji procesu upadłościowego Dłużnika:

1. Sprzedaż przedsiębiorstwa upadłego w całości, jako działającego podmiotu nie dojdzie do skutku.
2. Ze względu na niemożność sprzedaży przedsiębiorstwa upadłego jako całości założono, że likwidowane będą poszczególne grupy środków trwałych lub pojedyncze aktywa.
3. Czas trwania hipotetycznego postępowania upadłościowego oszacowano na 33 miesiące.
4. W celu wyznaczenia wartości likwidacyjnej aktywów Dłużnika przeanalizowano możliwość zbycia poszczególnych grup aktywów w przypadku likwidacji, a następnie oszacowano ich wartość zbywcą, w taki sposób, że:
  - a. wartość wierzytelności nabytych, stanowiących aktywa finansowe Kancelarii Medius, została oszacowana z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF, ang. discounted cash flow)<sup>1</sup>, w oparciu o prognozę przepływów z zewnętrznej wyceny, stanowiącą podstawę oszacowania wartości przedmiotów zabezpieczeń, i stanowi sumę zdyskontowanych odzysków możliwych do uzyskania przy ograniczonej działalności windykacyjnej do momentu sprzedaży oraz oszacowanej wartości zbywczej w dniu sprzedaży, przy czym moment ich sprzedaży wyznaczono na 21 miesięcy od złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości. Wartość odzysków możliwych do uzyskania do momentu sprzedaży stanowi, w zależności od okresu, od 75,00% do 40,00% odzysków z prognozy bazowej, co wynika z założenia o ograniczeniu podejmowanych działań windykacyjnych w scenariuszu likwidacyjnym, zdyskontowanych z wykorzystaniem średnioważonego kosztu kapitału Spółki. Wartość zbywcza została wyznaczona w oparciu o przepływy z prognozy bazowej, pomniejszone o 10% dyskonto z tytułu specyficznego know-how Spółki, zdyskontowane do wartości godziwej w oparciu o rynkową stopę procentową oraz dodatkowo pomniejszoną o dyskonto z tytułu wymuszonej sprzedaży, wynoszące, w zależności od pakietu wierzytelności, od 30,15% do 50,42%, przy czym średnia wartość dla portfeli polskich wynosi 35,00%, portfeli hiszpańskich 40,00%, natomiast dla portfeli czeskich 50,00%,
  - b. wartość udziałów w spółkach zależnych została oszacowana w oparciu o metodę likwidacyjną, stanowi zatem różnicę pomiędzy oszacowaną wartością godziwą aktywów

---

<sup>1</sup> szczegółowy opis metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych został przedstawiony w Załączniku 1

a sumą zobowiązań, pomniejszoną dodatkowo o koszty zarządu, konieczne do poniesienia w celu zachowania wartości portfeli do momentu ich likwidacji, oraz inne koszty likwidacji, przy czym moment likwidacji spółek zależnych wyznaczono na 21 miesięcy od złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości,

- c. wartość pozostałych aktywów o charakterze transakcyjnym wyznaczono z wykorzystaniem wskaźników korygujących wynikających z metody opracowanej przez Jarroda W. Wilcoxa oraz praktyki rynkowej. J.W. Wilcox prowadził liczne badania na temat predykcji upadłości przedsiębiorstw, w wyniku których opracował formułę Wilcox's Gambler's Ruin Prediction Formula, którą opisał w publikacji pt. „A Prediction of Business Failure Using Accounting Data”. Metoda Wilcox'a została powszechnie przyjęta w teorii i praktyce wycen likwidacyjnych przedsiębiorstw i jest najczęściej spotykaną w literaturze polskiej metodą obliczania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa. Na potrzeby kalkulacji wartości aktywów służących zaspokojeniu roszczeń wierzycieli przyjęto następujące wskaźniki korygujące:
- i. środki pieniężne i ich ekwiwalenty – wskaźnik korygujący 0%;
  - ii. należności - wskaźnik korygujący 0%;
  - iii. rzeczowe aktywa trwałe – wskaźnik korygujący 83%. Aktywa te obejmują inwestycje w obcym środku trwałym, które mają niezbywalny charakter, oraz ruchomości, w tym środki transportu, których wartość zbywcą oszacowano na 50% wartości bilansowej;
  - iv. pozostałe aktywa niematerialne – wskaźnik korygujący 100%. Aktywa te stanowią autorskie prawa majątkowe Spółki, wykorzystywane na potrzeby działalności spółki, oraz licencja na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego. Aktywa te mają niezbywalny charakter.

Skorygowana wartość wierzytelności nabytych, w podziale na kryterium geograficzne oraz kryterium zabezpieczenia obligacji Spółki, oszacowana zgodnie z punktem 4a, przeliczona na polskie złote, została przedstawiona w tabeli 2.

**Tabela 2. Skorygowana wartość wierzytelności nabytych stanowiących Aktywa Kancelarii Medius S.A.(kolejne litery oznaczają poszczególne serie obligacji)**

Wyszczególnienie	Wartość godziwa	Współczynnik korygujący	Wartość likwidacyjna
N	5 259 387,23	-18,69%	4 276 323,50
L	590 009,49	-23,09%	453 768,55
M	7 383 205,19	-38,46%	4 543 434,68
O	10 222 410,18	-39,49%	6 185 880,75
P	7 364 493,48	-39,76%	4 436 560,26
Niezabezpieczone	3 768 783,26	-22,83%	2 908 337,31

Źródło: Opracowanie własne.

Skorygowana wartość udziałów w jednostkach zależnych, oszacowana zgodnie z punktem 4b, przeliczona na polskie złote według kursu NBP, została przedstawiona w tabeli 3.

**Tabela 3. Skorygowana wartość udziałów w jednostkach zależnych Kancelarii Medius S.A.**

Wyszczególnienie	Medius Office Collection s.r.o.	Medius Collection SL
Wartość w przypadku kontynuacji restrukturyzacji (w PLN)	7 066 621,04	4 594 355,77
Współczynnik korygujący	-12,07%	-32,35%
Wartość likwidacyjna (w PLN)	6 213 602,61	3 108 069,48
(-) Koszty likwidacji (w PLN)	818 637,43	3 167 423,21
Skorygowana wartość udziałów (w PLN)	5 394 965,18	0,00

Źródło: Opracowanie własne.

Skorygowana wartość aktywów (wartość likwidacyjna) Kancelarii Medius S.A. została zaprezentowana w tabeli numer 4.

**Tabela 4. Skorygowana wartość aktywów Kancelarii Medius S.A.**

Wyszczególnienie	Wartość w przypadku kontynuacji restrukturyzacji	Współczynnik korygujący	Wartość likwidacyjna
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4 532 564,27	0%	4 532 564,27
Należności	834 489,91	0%	834 489,91
Wierzytelności nabyte	3 768 783,26	-23%	2 908 337,31
Wierzytelności stanowiące przedmiot zastawu	30 819 505,56	-35%	19 895 967,74
Pożyczki udzielone	0,00	n/d	0,00
Inwestycje w jednostkach powiązanych	11 660 976,81	-54%	5 394 965,18
Rzeczowe aktywa trwałe	275 335,19	-83%	46 733,95
Pozostałe aktywa niematerialne	2 615 198,02	-100%	0,00
Wartość firmy	0,00	n/d	0,00
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,00	n/d	0,00
Pozostałe aktywa	0,00	n/d	0,00
Aktywa ogółem	54 506 853,02	-38%	33 613 058,36

Źródło: Opracowanie własne.

W celu kalkulacji wartości funduszy masy upadłości na potrzeby zaspokojenia wierzycieli w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym przeprowadzono następujące kalkulacje:

1. Oszacowano wartość kosztów postępowania upadłościowego oraz innych zobowiązań masy upadłości, o których mowa w art. 230 ust. 1 P.U. w ramach trwającego 33 miesiące hipotetycznego postępowania upadłościowego. Wartość kosztów na dzień kalkulacji została dodatkowo zdyskontowana do wartości bieżącej z wykorzystaniem stopy wolnej od ryzyka. W tabeli 5 przedstawiono wartość tak oszacowanych kosztów.

**Tabela 5. Wartość oszacowanych kosztów postępowania upadłościowego oraz innych kosztów zobowiązań masy upadłości**

Wyszczególnienie	Wartość
Koszty zarządu masą upadłości*	5 934 609,28
Koszty likwidacji majątku, w tym:**	64 108,54
oszacowanie majątku	24 108,54
koszty związane ze sprzedażą majątku - ruchomości i zapasów (w tym ogłoszenia)	40 000,00
Pozostałe koszty i inne zobowiązania masy upadłości, w tym:	1 124 597,84
Wynagrodzenie tymczasowego nadzorca sądowego	9 771,93
Wynagrodzenie syndyka	600 973,48
Archiwizacja dokumentów	87 859,93
Wynagrodzenia i odprawy pracownicze (art. 230 ust. 2 p.u.)	376 910,73
Rezerwa na nieprzewidziane wydatki	47 324,58

\*koszty zarządu masą upadłości zostały oszacowane w oparciu o przygotowany model płynnościowy Spółki, z uwzględnieniem kosztów, które, zgodnie z informacją otrzymaną od Zarządu, są konieczne do poniesienia w celu zachowania wartości portfeli do momentu ich likwidacji.

\*\* bez uwzględnienia kosztów likwidacji aktywów obciążonych zastawem rejestrowym

Źródło: Opracowanie własne.

2. Oszacowano wartości zaspokojenia wierzycieli zabezpieczonych w ramach odrębnego planu podziału sum uzyskanych ze zbycia aktywów obciążonych zastawem rejestrowym, poprzez odjęcie od wartości tych aktywów:
  - a. oszacowanych kosztów likwidacji majątku (w tym: szacowane koszty wyceny składników majątku, koszty ogłoszeń oraz koszty sprzedaży),
  - b. pozostałych kosztów postępowania upadłościowego w wysokości nieprzekraczającej dziesiątej części sumy uzyskanej z likwidacji, nie więcej jednak niż o taką część kosztów postępowania upadłościowego, która wynika ze stosunku wartości obciążonego przedmiotu do wartości całej masy upadłości, zgodnie z art. 345 ust. 1 P.U.

Z uwagi na fakt, że saldo wierzytelności wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo na majątku Dłużnika przewyższa wartość likwidacyjną aktywów stanowiących przedmiot zabezpieczenia, po realizacji odrębnego planu podziału sum uzyskanych ze zbycia przedmiotów zabezpieczenia, nie pozostała kwota, która powiększyłaby wartość funduszy masy upadłości. Część wierzytelności, która pozostałaby po zaspokojeniu, powiększy natomiast saldo wierzytelności kategorii II w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym. W tabeli 6 przedstawiono wynik kalkulacji poziomu zaspokojenia wierzycieli zabezpieczonych.

**Tabela 6. Oszacowany poziom zaspokojenia wierzycieli zabezpieczonych w ramach odrębnego planu podziału sum uzyskanych ze zbycia aktywów obciążonych zastawem rejestrowym (kolejne litery oznaczają poszczególne serie obligacji)**

Wyszczególnienie	N	L	M	O	P
Wartość przedmiotu zabezpieczenia	4 276 323,50	453 768,55	4 543 434,68	6 226 655,28	6 133 238,16
(-) Koszty likwidacji	13 555,56	1 694,45	12 708,34	5 930,56	9 319,45
(-) 10% wartości likwidacji wierzytelności (art. 345 ust. 1 P.U.)	427 632,35	45 376,85	454 343,47	622 665,53	613 323,82
Wartość likwidacyjna	3 835 135,58	406 697,25	4 076 382,87	5 598 059,20	5 510 594,89
Wartość zobowiązania	13 732 291,49	10 275 246,58	13 530 536,90	7 877 926,82	22 138 075,84
Poziom zaspokojenia wierzycieli	27,93%	3,96%	30,13%	71,06%	24,89%
Wierzytelność pozostała po zaspokojeniu z przedmiotu zabezpieczenia	9 897 155,91	9 868 549,33	9 454 154,03	2 279 867,62	16 627 480,95

*Źródło: Opracowanie własne.*

3. Oszacowano wartość funduszy masy upadłości w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym poprzez odjęcie od skorygowanej wartości aktywów:
  - a. wartości wierzytelności stanowiących przedmiot zastawu rejestrowego, które zostały w całości przeznaczone na zaspokojenie wierzycieli zabezpieczonych, zgodnie z pkt. 2,
  - b. oszacowanych kosztów postępowania upadłościowego oraz innych zobowiązań masy upadłości, zgodnie z pkt. 1, pomniejszonej o wartość kosztów likwidacji, które przypadają na aktywa stanowiące przedmiot zastawu, zgodnie z art. 345 ust. 1 P.U.

Wynik szacowania funduszy masy upadłości w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym przedstawiono w tabeli 7.

**Tabela 7. Wartość funduszy masy upadłości do spłaty wierzytelności kategorii I-IV w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym Kancelarii Medius S.A.**

Wyszczególnienie	Wartość
Skorygowana wartość aktywów	33 613 058,36
(-) wierzytelności stanowiące przedmiot zastawu	21 633 420,17
(-) koszty postępowania upadłościowego	5 995 896,12
(-) pozostałe koszty i inne zobowiązania masy upadłości	1 124 597,84
(+) koszty likwidacji przypadające na aktywa zabezpieczone	2 163 342,02
Fundusze masy upadłości do spłaty wierzytelności kategorii I-IV	7 022 486,24

*Źródło: Opracowanie własne.*

4. Dokonano klasyfikacji zobowiązań Dłużnika na kategorie zgodnie z art. 342 P.U.:
  - a. wierzytelności kategorii I, do których zakwalifikowano zobowiązania z tytułu składek na ubezpieczenie społeczne, zobowiązania z tytułu wynagrodzeń oraz fundusze specjalne,
  - b. wierzytelności kategorii II, do których zaliczono pozostałe zobowiązania publiczno-prawne inne niż w kategorii I, zobowiązania handlowe (bez odsetek naliczonych za opóźnienie w spłacie), zobowiązania związane z udzielonymi poręczeniami oraz zobowiązania wynikające z przejścia na ubezpieczycieli roszczeń przeciwko Dłużnikowi w ramach umów ubezpieczenia należności handlowych,
  - c. wierzytelności kategorii III, do których zaliczono odsetki od zobowiązań ujętych w kategorii II,
  - d. wierzytelności kategorii IV, do których zaliczono zobowiązania wobec współników.

Wierzytelności kategorii I cechuje pierwszeństwo zaspokojenia w stosunku do wierzytelności kategorii II, III i IV. Analogicznie wierzytelności kategorii II charakteryzuje pierwszeństwo zaspokojenia w stosunku do wierzytelności kategorii III.

5. Wyznaczono poziom zaspokojenia wierzycieli w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym, w ramach poszczególnych kategorii. Wyniki kalkulacji przedstawiono w tabeli 8.

**Tabela 8. Poziom zaspokojenia wierzycieli w kategorii I oraz II**

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>Wartość</b>
Wierzytelności kategorii I (zobowiązania o najwyższym pierwszeństwie spłaty)	386 353,20
Poziom zaspokojenia/spłaty wierzytelności kategorii I	100,00%
Wierzytelności kategorii II	85 408 193,13
Poziom zaspokojenia/spłaty wierzytelności kategorii II	7,77%

Źródło: Opracowanie własne.

Test Prywatnego Wierzyciela wskazuje, że Wierzyciele Publiczni, zachowując się jak wierzyciele prywatni, działający w normalnych warunkach rynkowych, zaakceptowałyby przewidziane w propozycjach układowych warunki spłaty zobowiązań. W przypadku wierzycieli z kategorii I (zgodnie z przepisami P.U.), tj. Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, przedstawione propozycje układowe gwarantują mu taki sam poziom spłaty, jak w scenariuszu zakładającym upadłość Dłużnika, natomiast realizacja płatności w wariantcie układowym nastąpi szybciej, co jest korzystne z perspektywy wierzyciela. W przypadku pozostałych Wierzycieli Publicznych propozycje układowe gwarantują im wyższy poziom spłaty niż w scenariuszu zakładającym upadłość Dłużnika.

Poziom zaspokojenia Wierzycieli Publicznych został zaprezentowany w tabeli numer 9.

## VII. PODSUMOWANIE

Test Prywatnego Wierzyciela przeprowadzony zgodnie z art. 140 Prawa Restrukturyzacyjnego wobec podmiotów stanowiących Wierzycieli Publicznych miał na celu weryfikację poziomu zaspokojenia poszczególnych wierzycieli w wyniku hipotetycznego postępowania upadłościowego.

Poziom zaspokojenia Wierzycieli Publicznych w ramach hipotetycznego postępowania upadłościowego został porównany ze stopniem zaspokojenia w przypadku zawarcia układu.

Przeprowadzony Test Prywatnego Wierzyciela w sposób wyraźny wskazuje, iż dla wszystkich Wierzycieli Publicznych, zaspokojenie ich wierzytelności w przypadku przyjęcia układu jest wyższe niż w scenariuszu zakładającym upadłość Dłużnika. Prognozy dotyczące wartości likwidacyjnej majątku upadłego, zaspokojenia wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo, oraz kosztów postępowania upadłościowego wskazują, iż jedynie Wierzyciele Publiczni z kategorii I (zgodnie z przepisami P.U.) zostaliby zaspokojeni w 100% w przypadku realizacji postępowania upadłościowego Dłużnika. Jednakże dla wszystkich Wierzycieli Publicznych, dla których zgodnie z art. 140 Prawa Restrukturyzacyjnego powinien zostać przeprowadzony test prywatnego wierzyciela, stopień zaspokojenia w przypadku zawarcia układu jest wyższy niż możliwy do osiągnięcia w przypadku przeprowadzenia postępowania upadłościowego Dłużnika bądź (w przypadku Wierzycieli ujętych w kategorii I w toku postępowania upadłościowego) zaspokojenie wierzytelności publicznych nastąpi szybciej niż w przypadku upadłości.

Test Prywatnego Wierzyciela wskazuje zatem, że każdy z Wierzycieli Publicznych analizowanych w niniejszym dokumencie, jeżeli miałby zachować się jak prywatny wierzyciel, który działa w normalnych warunkach rynkowych, zaakceptowałby propozycje układowe dotyczące spłat zobowiązań.

Podsumowując, w wyniku akceptacji propozycji układowych dla Wierzycieli Publicznych, nie dochodzi do udzielania pomocy publicznej, o której mowa w art. 140 Prawa Restrukturyzacyjnego.



Anna Michalska  
Doradca restrukturyzacyjny  
Prokurent  
Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja S.A.

**Tabela 9. Podsumowanie wyników Testu Prywatnego Wierzyciela dla Kancelarii Medius S.A. w restrukturyzacji**

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>Wierzytelność główna (w zł)</b>	<b>Kwota spłaty w układzie (w zł)</b>	<b>Zaspokojenie w układzie (w %)</b>	<b>Kwota spłaty w upadłości (w zł)</b>	<b>Zaspokojenie w upadłości (w %)</b>	<b>Porównanie układ vs. upadłość</b>
Zakład Ubezpieczeń Społecznych Inspektorat Kraków Łagiewniki Adres ul. Zakopiańska 33, 30-418 Kraków	21 192,53	21 192,53	100,00%	21 192,53	100,00%	Test Prywatnego Wierzyciela Spełniony
Skarb Państwa zastępowany przez Naczelnika Małopolskiego Urzędu Skarbowego Adres: os. Bohaterów Września 80, 31-621 Kraków w tym: Z tytułu zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych	995 740,94	199 148,19	20,00%	77 368,10	7,77%	Test Prywatnego Wierzyciela Spełniony
z tytułu zaległego podatku od towarów i usług	94 038,00	18 807,60	20,00%	7 306,66	7,77%	Test Prywatnego Wierzyciela Spełniony
z tytułu zaległego podatku od czynności cywilnoprawnych	461 210,94	92 242,19	20,00%	35 835,64	7,77%	Test Prywatnego Wierzyciela Spełniony
<b>Źródło: Opracowanie własne.</b>	440 492,00	88 098,40	20,00%	34 225,80	7,77%	Test Prywatnego Wierzyciela Spełniony



## SPIS TABEL

Tabela 1. Wierzyciele Publiczni występujący wśród wierzycieli Dłużnika .....	7
Tabela 2. Skorygowana wartość wierzytelności nabytych stanowiących Aktywa Kancelarii Medius S.A.(kolejne litery oznaczają poszczególne serie obligacji) .....	10
Tabela 3. Skorygowana wartość udziałów w jednostkach zależnych Kancelarii Medius S.A. ....	11
Tabela 4. Skorygowana wartość aktywów Kancelarii Medius S.A. ....	11
Tabela 5. Wartość oszacowanych kosztów postępowania upadłościowego oraz innych kosztów zobowiązań masy upadłości.....	12
Tabela 6. Oszacowany poziom zaspokojenia wierzycieli zabezpieczonych w ramach odrębnego planu podziału sum uzyskanych ze zbycia aktywów obciążonych zastawem rejestrowym (kolejne litery oznaczają poszczególne serie obligacji) .....	13
Tabela 7. Wartość funduszy masy upadłości do spłaty wierzytelności kategorii I-IV w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym Kancelarii Medius S.A.....	13
Tabela 8. Poziom zaspokojenia wierzycieli w kategorii I oraz II .....	14
Tabela 9. Podsumowanie wyników Testu Prywatnego Wierzyciela dla Kancelarii Medius S.A. w restrukturyzacji .....	15

## ZAŁĄCZNIK – METODYKA WYCENY WIERZYTELNOŚCI NABITYCH

Metodyka przyjęta w wycenie wierzytelności nabytych opiera się na metodzie dochodowej. Podejście dochodowe jest najpowszechniej stosowanym w praktyce podejściem do szacowania wartości portfeli wierzytelności.

### Ogólne założenia metody dochodowej

Wycena wierzytelności i pakietów wierzytelności metodą dochodową polega na sprowadzeniu przyszłych przepływów środków pieniężnych generowanych przez dany składnik do wartości na dzień wyceny za pomocą stopy dyskontowej, przy następujących założeniach:

- a) wartość opiera się na zdolności wierzytelności do generowania przepływów pieniężnych dla posiadacza danej wierzytelności lub pakietu wierzytelności,
- b) oszacowanie wartości polega na sprowadzeniu prognozowanych przyszłych przepływów pieniężnych do wartości bieżącej za pomocą stopy dyskontowej,
- c) przyszłość oraz wszelkie zmiany dotyczące danej wierzytelności odzwierciedlone są w sposób dynamiczny.

Do prawidłowej interpretacji wyników wyceny wierzytelności i pakietów wierzytelności metodą dochodową niezbędna jest analiza wartości przepływów pieniężnych uzyskiwanych w okresie prognozy. Z uwagi na fakt, że możliwość generowania odzysków z wierzytelności jest ograniczona w czasie, w przedmiotowej wycenie odstąpiono od wyznaczenia wartości rezydualnej.

Sporządzenie wyceny wierzytelności nabytych metodą dochodową, w przypadku przedmiotowej wyceny, składa się z następujących etapów:

- a) sporządzenie prognozy finansowej, poprzez dokonanie korekt dostosowujących prognozę bazową, wykonaną przez zewnętrznego wyceniającego na potrzeby ustalenia wartości przedmiotów zabezpieczeń, do scenariusza likwidacyjnego,
- b) kalkulacja stopy dyskonta,
- c) obliczenia i weryfikacja wyników wyceny.

Ogólny schemat metody dochodowej:

$$PV = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

gdzie:

PV – wartość wycenianej wierzytelności lub i pakietu wierzytelności,

CF<sub>n</sub> – przepływ generowany z tytułu obsługi wierzytelności w n-roku,

k – stopa dyskontowa, będąca miarą ryzyka prognozowanych przyszłych przepływów.

### **Stopa dyskontowa**

Stopa dyskontowa służy do obliczania teraźniejszej wartości przyszłych dochodów z inwestycji, wyznaczonych w oparciu o sporządzoną prognozę finansową. Wysokość stopy dyskontowej powinna zależeć od ryzyka realizacji danego przepływu pieniężnego.

Przy wycenie wierzytelności nabytych, w zależności od wybranego okresu, dokonano dyskontowania przepływów pieniężnych:

- średnim ważonym kosztem kapitału (WACC, ang. weighted average cost of capital) Spółki, który odpowiada oszacowanej stopie zwrotu z inwestycji w Spółkę oczekiwanej przez podmioty ją finansujące, stanowi tym samym miarę ryzyka niezrealizowania prognoz finansowych Spółki;
- oszacowaną oczekiwaną rynkową stopą zwrotu (IRR) z inwestycji w pakiety wierzytelności, odpowiada stopie zwrotu wymaganej przez podmioty inwestujące w portfele wierzytelności.

Wykorzystane stopy dyskontowe stanowią próbę ustalenia wartości bieżącej przyszłych przepływów pieniężnych z wierzytelności nabytych, z uwzględnieniem ryzyka ich zrealizowania oraz przyjętych założeń co do przebiegu hipotetycznego postępowania upadłościowego.