

**RAPORT Z WYCENY 120 UDZIAŁÓW W SPÓŁCE  
SKALNIK 04 SP. Z O.O.  
PRZYSŁUGUJĄCYCH OSOBIE FIZYCZNEJ  
NIEPROWADZĄCEJ DZIAŁALNOŚCI  
GOSPODARCZEJ W UPADŁOŚCI  
KRZYSZTOFOWI KRÓLOWI**



Szczecin, dnia 05.09.2023 r.

## I. Zleceniodawca

Zleceniodawcą niniejszej wyceny jest syndyk masy upadłości osoby fizycznej nieprowadzącej działalności gospodarczej Krzysztofa Króla w upadłości.

## II. Przedmiot wyceny

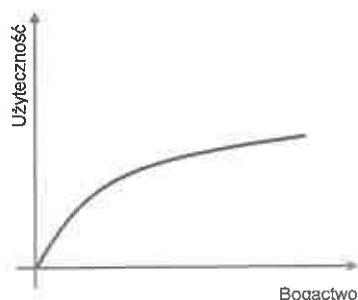
Przedmiotem wyceny jest 120 udziałów (63%) w spółce Skalnik 04 Sp. z o. o. z siedzibą w Warszawie, stanowiące składnik majątku osoby fizycznej nieprowadzącej działalności gospodarczej Krzysztofa Króla wobec, którego została ogłoszona upadłość.

## III. Podstawowe założenia wyceny

Czynnikiem kreującym wartości wszystkich aktywów jest ich użyteczność. Początków teorii użyteczności można się doszukać w tzw. paradoksie petersburskim, który był analizowany już w wieku XVIII. Podstawowym pojęciem w tej teorii jest funkcja użyteczności, której wartości są to właśnie wartości użyteczności i satysfakcji, komfortu psychicznego itp. Można mówić o użyteczności różnych zjawisk. W ekonomii często rozważa się użyteczność pieniężną (ang. *utility of money*) czy użyteczność bogactwa (ang. *utility of wealth*).

Jest to funkcja, która wartości pieniężnej przyporządkowuje użyteczność inwestora. Przykład funkcji użyteczności przedstawiony jest na poniższym rysunku. Jak widać, jest to funkcja rosnąca, co oznacza, że większemu bogactwu odpowiada większa użyteczność.

### Rysunek 1 Funkcja użyteczności bogactwa



Źródło: opracowanie własne.

Przy rozważaniu inwestycji zamiast użyteczności bogactwa analizuje się zwykle użyteczność stopy zwrotu (ang. *utility of return*). Jest to funkcja, która wartościom stóp zwrotu osiągniętych przez inwestora przyporządkowuje użyteczność. Jeśli tylko wartość początkowa bogactwa jest ustalona, oba podejścia są równoważne. Z punktu widzenia teorii podstawowym kryterium podejmowania decyzji jest maksymalizacja użyteczności decydenta. W przypadku decyzji inwestycyjnych w warunkach niepewności kryterium to uogólnia się na maksymalizację oczekiwanej użyteczności inwestora.

## IV. Przyjęta kategoria wartości

Podobnie jak w przypadku wyceny całego przedsiębiorstwa, nie istnieje jedna obiektywna wartość inwestycji w udziały. Komplikacje z ustaleniem właściwej kategorii wartości wg, której ma być wyceniane aktywo wynikają z faktu, że wycena jest procesem zarówno z obszaru zarządzania finansami przedsiębiorstwa, jak również rachunkowości i sprawozdawczości finansowej. Wytyczne, które dotyczą obu tych sfer pochodzą z różnych źródeł. Zarządzanie finansami jest wynikiem praktyki gospodarczej i standardów eksperckich, natomiast cała rachunkowość regulowana jest przez rozwiązania prawne oraz zalecenia instytucji zrzeszających księgowych. W rezultacie zdarza się, że wycena aktywów jest inaczej postrzegana przez rzeczoznawców (konsultanci, doradcy, analitycy) oraz głównych księgowych i biegłych rewidentów.

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

Metody wyceny aktywów przedsiębiorstwa są szczegółowo uregulowane przez przepisy ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości (j.t. Dz.U. z 2002 r. Nr 76, poz.694). Są one dostosowane do specyfiki poszczególnych aktywów. **Niezależnie od rodzaju stosowanej metody wycena wszystkich składników majątku – zgodnie z postanowieniem art. 8 ust. 1 ustawy – musi być przeprowadzona przy zachowaniu zasady ostrożności. Konieczność uwzględnienia zasady ostrożności wynika z niepewności, która towarzyszy wielu zdarzeniom gospodarczym.** W myśl art. 37 Międzynarodowego Standardu Rachunkowości „Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych” zasada ostrożnej wyceny polega na rozwadze przy stosowaniu subiektywnych ocen potrzebnych do dokonywania oszacowań w warunkach niepewności. Aktywa i przychody nie powinny być zawyżane, a zobowiązania i pasywa nie powinny być zaniżane<sup>1</sup>.

Uwzględnianie zasady ostrożnej wyceny w praktyce sprowadza się do konieczności aktualizacji wartości aktywów – rozumianej, jako korekta tej wartości.

---

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

Celem tej aktualizacji jest doprowadzenie wartości aktywów do wartości najbardziej prawdopodobnej. Aktualizacja ta może sprowadzać się do:

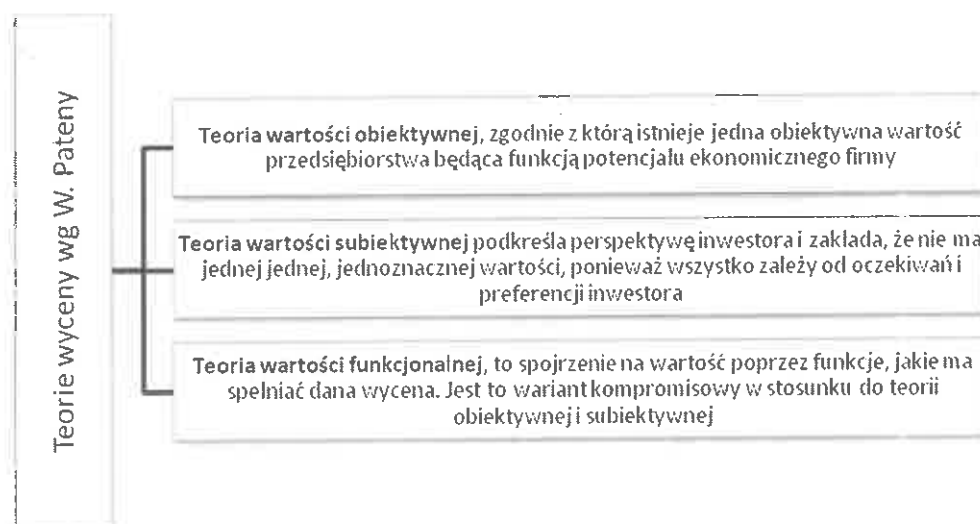
- podwyższenia wartości składników majątku (w przypadku środków trwałych może to nastąpić na podstawie odrębnych przepisów),
- obniżenia wartości składników majątku, które utraciły swoją wartość, przydatność lub przestały istnieć (tj. nie spełniają wymogów definicji aktywów).

Aktualizacja związana jest przeważnie ze zmniejszeniem wartości składników majątku. Przyczynami tego zmniejszenia mogą być:

- utrata wartości majątku trwałego na skutek jego zużycia (dotyczy to środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych),
- utrata wartości majątku trwałego wynikająca ze zmniejszenia przydatności ekonomicznej składników tego majątku,
- utrata wartości przez składniki majątku obrotowego, co ma miejsce, gdy cena ich nabycia, koszt wytworzenia bądź kwota wymaganej zapłaty należności są wyższe od ceny sprzedaży netto, ceny rynkowej lub dającej się realnie zainkasować kwoty.

Fakt istnienia różnych wartości w teorii wyceny odzwierciedla poniżej zaprezentowana klasyfikacja teorii wyceny wg W. Pateny:

## Rysunek 2 Teorie wyceny wg W. Pateny



Źródło: W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Warszawa 2011, s. 26.

Na gruncie w/w teorii wyceny należy stwierdzić, iż tylko wartość obiektywna może znaleźć zastosowanie w opiniach o wartości udziałów wchodzących w skład majątku firmy upadłej, gdyż odzwierciedla ona tą jedną rzeczywistą wartość wynikającą z całego potencjału ekonomicznego przedsiębiorstwa i wartość ta nie jest obciążona „subiektywnym podejściem inwestora, powoda czy pozwanego”. Dzięki temu, iż wartości obiektywna zakłada, że jest tylko jedna słuszna wartość danego aktywa to terminów „wartość” oraz „cena” można używać zamiennie.

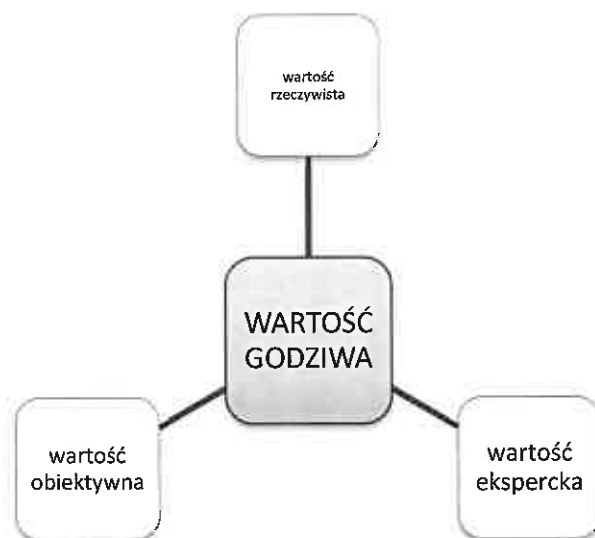
Wycena wartości udziałów zgodnie z teorią wartości subiektywnej (indywidualnej, oszacowanej przez strony procesu) nie spełnia podstawowego założenia przyjętego w wycenie na potrzeby postępowania upadłościowego, czyli bezstronności wartości i związanej z tym ich rzeczywistości rynkowej. Zgodnie z tą teorią wartość przedsiębiorstwa w największym stopniu determinowana jest przez osobiste oczekiwania inwestora oraz oczekiwaną przez niego użyteczność. Jednak opinia na potrzeby postępowania sądowego nie może uwzględniać osobistych oczekiwań stron procesu (transakcji), gdyż traci wtedy ona swoją bezstronność.

Trzecią teorią jest wycena według wartości funkcjonalnej, która zależy od tego, jaka jest funkcja wyceny i to ona dyskryminuje, jaką należy dobrać wartość<sup>2</sup>.

Pamiętając wciąż o tym, że oszacowana w opinii wartość ma stanowić obiektywną ocenę rzeczoznawcy odnośnie rzeczywistej wartości udziałów, to uznaje się, iż wycena w takich warunkach musi być ekspertyzą (wyrazem eksperckiej oceny). W definicji naukowej znajdziemy, że **wartość w ujęciu eksperckim jest najbliższa pojęciu wartości obiektywnej, gdyż chodzi o określenie wartości przedsiębiorstwa z unikaniem stronniczości i subiektywizmu**<sup>3</sup>.

Efektom tych rozważań jest wniosek, iż standardem wartości powinna być wartość, która jednocześnie jest rzeczywista (ostrożność wyceny), obiektywna (typ zleceńodawcy) oraz ekspercka (brak stronniczości rzeczoznawców). Przedstawione warunki spełnia tylko **wartość godziwa**.

### Rysunek 3 Wartość godziwa



Wartość godziwa *sensu largo* rozumiana jest jako wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena, której kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów zaakceptować, o ile towar zostałby wystawiony

<sup>2</sup> M.J. Matschke, G. Brösel, *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Oficyna Wolter Kluwer business, Warszawa 2011, s. 11-17.

<sup>3</sup>W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Oficyna Wolter Kluwer, Warszawa 2011, s. 41.

na sprzedaż na otwartym rynku, i przy założeniu, że zarówno kupujący, jak i sprzedający są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz żaden z nich nie działa pod jakimkolwiek przymusem<sup>4</sup>.

Powyższy cytat jest jedną z najczęściej przytaczanych definicji wartości godziwej, która uwzględnia element sprawiedliwości pomiędzy stroną sprzedającą i kupującą. Dodatkowo powyższa definicja wskazuje na jeden bardzo ważny aspekt w kontekście wyceny, a więc hipotetyczność transakcji. Mowa jest, bowiem tutaj o tym, że zarówno kupujący, jak i sprzedający mogliby lub byliby gotowi zawrzeć transakcję wg ceny godziwej, gdyby spełniała ona oczekiwania jednocześnie obu stron transakcji.

W rzeczywistości wygląda to tak, że strony transakcji otrzymują informację o wartości (np. w postaci ekspertyzy, opinii, osądu, kursu rynkowego itp.) i dopiero, gdy w wyniku negocjacji wartość ta odpowiada obu stronom to dochodzi do transakcji i wtedy kształtuje się cena rynkowa. Zazwyczaj przed transakcją strony indywidualnie (w sposób subiektywny) ustalają swój poziom wartości godziwej, za jaką gotowe są z jednej strony sprzedać a z drugiej nabyć dane aktywo, a następnie negocjują i dopiero ustalona ostateczna wartość transakcji staje się w momencie rzeczywistego przejścia własności danego dobra ceną. Tym samym indywidualna określona na początku negocjacji wartość stanowi tylko punkt wyjścia do negocjacji i tym samym rzeczywista cena może odbiegać od tych indywidualnych początkowych wartości rynkowych tak *in plus*, jak i *in minus*.

## V. Metodyka wyceny udziałów

### a. Wycena inwestycji w akcje i udziały na gruncie prawnym

Zgodnie z ustawą o rachunkowości przez aktywa finansowe rozumie się aktywa pieniężne, instrumenty kapitałowe wyemitowane przez inne jednostki, a także wynikające z kontraktu prawo do otrzymania aktywów pieniężnych lub prawo do wymiany instrumentów finansowych z inną jednostką na korzystnych warunkach<sup>5</sup>.

Instrument finansowy to kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy albo warunkowy<sup>6</sup>.

**Instrument kapitałowy to kontrakt, z którego wynika prawo do majątku jednostki, pozostałego po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wszystkich wierzycieli, a także zobowiązanie się jednostki do wyemitowania lub dostarczenia własnych instrumentów kapitałowych, a w szczególności udziały, opcje na akcje własne lub warranty<sup>7</sup>.**

<sup>4</sup>A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw ...*, s. 12.

<sup>5</sup> Art. 3 pkt. 24 *Ustawy z 29 września 1994r. o rachunkowości* DzU 1994, nr 121, poz. 591.

<sup>6</sup> Art. 3 pkt. 23 *Ustawy z 29 września...*

<sup>7</sup> Art. 3 pkt. 26 *Ustawy z 29 września...*

Zobowiązanie finansowe to zobowiązanie jednostki do wydania aktywów finansowych albo do wymiany instrumentu finansowego z inną jednostką, na niekorzystnych warunkach<sup>8</sup>.

Klasyfikacja aktywów finansowych w bilansie wg kryterium czasu rozróżnia aktywa długoterminowe oraz krótkoterminowe, natomiast klasyfikacja wg kryterium rodzaju wskazuje ponadto na:

- akcje i udziały – dają prawo współwłasności w jednostce, gdzie są instrumentem finansowym;
- dłużne papiery wartościowe – obejmują obligacje, listy zastawne, certyfikaty depozytowe, udzielone pożyczki;
- inne długoterminowe aktywa finansowe – obejmują jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, certyfikaty inwestycyjne, weksle obce o terminie wykupu powyżej 12 miesięcy.

Aktywa finansowe wprowadza się do ksiąg rachunkowych na dzień zawarcia kontraktu w cenie nabycia, tj. w wartości godziwej poniesionych wydatków lub przekazanych w zamian innych składników majątkowych. Aktywa nabyte na regulowanym rynku wprowadza się do ksiąg pod datą dnia rozliczenia transakcji. Dniem zawarcia kontraktu jest dzień, w którym jednostka zobowiązuje się do zakupu lub sprzedaży składnika aktywów. Księgowanie na dzień zawarcia kontraktu oznacza wprowadzenie składnika aktywów, który ma być otrzymany, i zobowiązania, które ma zostać uregulowane oraz usunięcie składnika aktywów, który został sprzedany i ujęcie należności do zapłacenia od nabywcy. Dniem rozliczenia transakcji jest dzień, w którym składnik aktywów zostaje przekazany jednostce.

Przy ustalaniu wartości godziwej na ten dzień uwzględnia się poniesione przez jednostkę koszty transakcji takie, jak prowizje maklerskie, opłaty giełdowe i inne nałożone przez uprawnione instytucje w związku z zawarciem kontraktu, prowizje za doradztwo, podatki i opłaty wynikające zobowiązujących przepisów. Ustawa o rachunkowości pozwala nie uwzględniać kosztów transakcji, jeśli nie są istotne.

Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów<sup>9</sup> następną wycena aktywów finansowych jest przeprowadzana nie później niż na koniec okresu sprawozdawczego, co jest bardziej szczegółowym rozwiązaniem niż sformułowanie „nie rzadziej niż na dzień bilansowy” użytym w ustawie o rachunkowości. Wycena aktywów finansowych może być przeprowadzona:

- w wiarygodnie ustalonej wartości godziwej, bez jej pomniejszania o koszty transakcji, jakie jednostka poniosłaby, zrywając te aktywa lub wyłączając je z ksiąg rachunkowych z innych przyczyn chyba, że wysokość tych kosztów byłaby znacząca;
- w wysokości skorygowanej ceny nabycia oszacowanej za pomocą

<sup>8</sup> Art. 3 pkt. 27 Ustawy z 29 września...

<sup>9</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. 2001 nr 149 poz. 1674 z późn. zm.).

- efektywnej stopy procentowej;
- w kwocie wymaganej zapłaty;
- w cenie nabycia z dnia zawarcia kontraktu;
- w cenie zakupu, jeżeli koszty transakcji nie są istotne.

Zgodnie z art. 28 ust. 6 Ustawy o rachunkowości wartość godziwa to kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa (pomniejszona ewentualnie o koszty transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca). Ceną rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży.

Według §15 w/w Rozporządzenia Ministra Finansów za wiarygodną uznaje się wartość godziwą, która w szczególności została ustalona drogą:

- 1) wyceny instrumentu finansowego po cenie ustalonej na aktywnym rynku regulowanym, na którym następuje publiczny obrót instrumentami finansowymi, zaś informacje o tej cenie są ogólnie dostępne,
- 2) oszacowania dłużnych instrumentów finansowych przez wyspecjalizowaną, niezależną jednostkę świadczącą tego rodzaju usługi, przy czym możliwe jest rzetelne oszacowanie przepływów pieniężnych związanych z tymi instrumentami,
- 3) zastosowania właściwego modelu wyceny instrumentu finansowego, a wprowadzone do tego modelu dane wejściowe pochodzą z aktywnego regulowanego rynku
- 4) oszacowania ceny instrumentu finansowego, dla którego nie istnieje aktywny rynek, na podstawie publicznie ogłoszonej, notowanej na aktywnym regulowanym rynku ceny nieróżniącego się istotnie, podobnego instrumentu finansowego albo cen składników złożonego instrumentu finansowego,
- 5) oszacowania ceny instrumentu finansowego za pomocą metod estymacji powszechnie uznanych za poprawne.

W tak ustalonej wartości godziwej wycenia się na dzień bilansowy aktywa i zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu oraz aktywa finansowe dostępne do sprzedaży.

Skorygowana cena nabycia (koszt zamortyzowany) jest to cena nabycia, w jakiej składnik aktywów finansowych lub zobowiązań finansowych został po raz pierwszy wprowadzony do ksiąg rachunkowych (wartość początkowa), pomniejszona o spłaty wartości nominalnej (kapitału podstawowego), odpowiednio skorygowana o skumulowaną kwotę zdyskontowanej różnicy między wartością początkową składnika i jego wartością w terminie wymagalności, wyliczoną za pomocą efektywnej stopy



procentowej, a także pomniejszona o odpisy aktualizujące wartość. Efektywna stopa procentowa jest to stopa, przy której następuje zdyskontowanie do bieżącej wartości związanych z instrumentem finansowym przyszłych przepływów pieniężnych oczekiwanych w okresie do terminu wymagalności, a w przypadku instrumentów o zmiennej stopie procentowej – do terminu następnego oszacowania przez rynek poziomu odniesienia. Efektywna stopa procentowa stanowi wewnętrzną stopę zwrotu (ang. *internal rate of return* - IRR) składnika aktywów lub zobowiązania finansowego za dany okres. Przy wyliczeniu skumulowanej kwoty dyskonta aktywów i zobowiązań finansowych za pomocą efektywnej stopy procentowej uwzględnia się wszelkie opłaty płacone lub otrzymywane przez strony kontraktu<sup>10</sup>.

Wycena w kwocie wymaganej zapłaty może dotyczyć tylko należności o krótkim terminie wymagalności (do trzech miesięcy), dla których nie określono stopy procentowej. Pod warunkiem, że ustalona za pomocą stopy procentowej przypisanej do tej należności wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych oczekiwanych przez jednostkę nie różni się istotnie od kwoty wymaganej zapłaty.

Aktywa finansowe, dla których nie ustalono terminu wymagalności wycenia się w cenie nabycia ustalonej w wartości godziwej poniesionych wydatków lub przekazanych w zamian innych składników majątkowych na dzień zawarcia kontraktu.

Zgodnie z MSR 39 wszystkie aktywa finansowe muszą być przynajmniej poddane ocenie, czy zaistniały warunki utraty wartości. Dowodem utraty wartości posiadanych przez jednostkę aktywów finansowych mogą być uzyskane informacje dotyczące:

- znaczących trudności finansowych emitenta,
- faktycznego niedotrzymania warunków umowy (niespłacenie odsetek lub kapitału),
- przyznania pożyczkobiorcy przez pożyczkodawcę, ze względów ekonomicznych lub prawnych związanych z trudnościami finansowymi pożyczkobiorcy, udogodnienia, którego w innym przypadku pożyczkodawca nie udzieliłby,
- wysokiego prawdopodobieństwa upadłości emitenta lub innej reorganizacji finansowej,
- ujęcia odpisu aktualizującego z tytułu utraty wartości w poprzednim okresie sprawozdawczym,
- zaniku aktywnego rynku na dany składnik aktywów finansowych ze względu na trudności finansowe – utrzymywanie się na giełdzie niższej ceny rynkowej od ceny nabycia przez dłuższy czas, a w bankach już po okresie 3 miesięcy,
- dotychczasowych doświadczeń w zakresie poziomu ściągальności należności wskazujących na to, że cała nominalna kwota portfela należności nie zostanie ściągnięta.

---

<sup>10</sup> M. Mastalerz, *Ewidencja i wycena bilansowa instrumentów finansowych*, s. 25; dostępne na: <http://www.katrach.ue.poznan.pl/uploads/tinymce/Masztalerz%20-%20Ewidencja%20i%20wycena%20bilansowa%20instrumentow%20finansowych.pdf>

**Według ustawy o rachunkowości jedynie inwestycje zaliczone do aktywów trwałych (długoterminowe aktywa finansowe) ocenia się pod kątem trwałej utraty wartości i odpisu aktualizacyjnego dokonuje się na koniec każdego okresu sprawozdawczego.** Ponieważ każde aktywo musi przynosić korzyści ekonomiczne, więc jeżeli powstaje przypuszczenie, że korzyści nie zostaną zrealizowane w części lub w całości, najpóźniej na dzień bilansowy należy dokonać odpisu aktualizacyjnego, obciążającego koszty finansowe. Dokonanie odpisu aktualizacyjnego polega na doprowadzeniu wartości aktywów do ceny sprzedaży netto możliwej do uzyskania, a w przypadku jej braku do ustalonej w inny sposób wartości godziwej.

Koncepcja wyceny w wartościach godziwych została stworzona z myślą o zaspokajaniu, zmieniających się w globalnym otoczeniu, potrzeb informacyjnych odbiorców sprawozdań finansowych. Wartość godziwa w rachunkowości stanowi odzwierciedlenie ceny możliwej do uzyskania na rynku w dniu wyceny, a procedura jej ustalania ma charakter hierarchiczny. Oznacza to, że nie powstaje ona w wyniku zaistnienia rzeczywistej transakcji z udziałem konkretnego składnika majątku, który jest właśnie wyceniany (wówczas jest to wartość rynkowa lub transakcyjna), gdyż taka wcale nie zachodzi, a składnik nadal pozostaje w posiadaniu jednostki<sup>11</sup>. Wartość rynkowa i godziwa wycenianego środka trwałego mogą być sobie równe, ponieważ zawsze istnieje prawdopodobieństwo, że transakcja rynkowa zostanie przeprowadzona po cenie równej wartości godziwej z oszacowania np. sprzedawcy. W prezentowanym raporcie rzeczoznawca dokonał wyceny udziałów właśnie wg ujęcia w wartości godziwej, a otrzymana wartość (w ocenie rzeczoznawcy) jest w dużym stopniu zbliżona do kwoty, którą powinien uzyskać Syndyk z publicznej sprzedaży walorów.

Wartość godziwa, jako praktyczna realizacja idei Mark-to-Market (w wolnym tłumaczeniu *równa do rynku*) jest dużym krokiem w jakościowym rozwoju wyceny. Przykładowo E. Walińska w 2008 roku pisała *dzisiejsza rzeczywistość gospodarcza powoduje, że rachunkowość przekracza granice czasu i prezentuje w swoich sprawozdaniach finansowych skutek pomiaru przyszłości (...). Współczesna rachunkowość nie boi się wartości godziwej i nie ucieka od pomiaru niezrealizowanych zysków czy strat, problem polega bardziej na tym, w jaki sposób zaprezentować te kategorie w sprawozdaniu finansowym, aby nie utraciło ono przydatności w praktyce podejmowania decyzji ekonomicznych*<sup>12</sup>.

Rzeczoznawcy przy okazji prezentowanej wyceny pragną jednak zwrócić również uwagę na mankamenty wartości godziwej, które należy mieć na uwadze choćby przy okazji analizowania otrzymanych w wartości udziałów. Prawdziwy „obraz” zakresu i charakteru stosowalności wartości godziwej wyszedł na jaw przy okazji badań ankietowych zrealizowanych na przełomie 2008 i 2009 roku na grupie 803 osób związanych zawodowo z rachunkowością: dyrektorzy finansowi, główni księgowi, samodzielni księgowi oraz biegli rewidenci. Cele głównym badań było pozyskanie

<sup>11</sup> A. Mazur, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, ... s. 239.

<sup>12</sup> E. Walińska, *Rachunkowość polska w oczekiwaniu na kolejne zmiany*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, t. 42 (98), Warszawa 2008, s. 338.

informacji, czy jednostki gospodarcze stosują wartość godziwą do wartości bilansowej, a następnie, jeśli stosują, to w jakich obszarach wyceny i w jaki sposób ją ustalają<sup>13</sup>.

Wyniki badań ukazały niekorzystną prawdę, że większość respondentów (66%) nie stosuje wartości godziwej do wyceny bilansowej w swoich jednostkowych sprawozdaniach finansowych. Jak wykazała 1/3 z tej większości, głównym powodem odrzucania wartości godziwej jest skomplikowana procedura jej ustalania, choć jednocześnie tylko 1/10 respondentów nie stosujących wartości godziwej, jako powód podaje kosztowność wycen wg tej wartości. Wśród jednostek, które stosują wartość godziwą do wyceny bilansowej znajdują się przede wszystkim organizacje duże opierające swoją księgowość jednak na Ustawie o rachunkowości a nie Międzynarodowych Standardach Rachunkowości. Głównym **obszarem stosowania wartości godziwej w badanych jednostkach jest** utrata wartości rzeczowych aktywów trwałych, następnie **wycena aktywów finansowych**, a na trzecim miejscu wyceny inwestycji w nieruchomości. Większość respondentów, którzy zadeklarowali stosowanie wartości godziwej, niestety wskazuje, że ma z tym problemy. Problemy te związane są głównie z technikami szacowania wartości godziwej, co częściowo tłumaczy ostrożność jednostek w publicznym ujawnianiu rodzaju zastosowane techniki wyceny – postępuje tak tylko 10% badanych podmiotów.

Ciekawą obserwacją badań jest fakt, że respondenci ocenili jednakową przydatność wyceny wg wartości historycznej i wg wartości godziwej w aspekcie podejmowania decyzji przez odbiorców sprawozdania finansowego. Ankietowani w większości uznali, że obie te wartości mają jednakową przydatność, podczas gdy oczywistym jest, że ich koncepcja jest bardzo odmienna. Kolejne pytania w ankiecie wykazały, że jedynie 23% badanych pozytywnie ocenia wiarygodność wartości godziwej, a 69% stwierdziło, iż sprawozdanie finansowe sporządzone wg wartości godziwej powinno zostać obowiązkowo zbadane przez biegłego rewidenta, aby można było traktować je wiarygodnie.

Tym samym rzeczoznawca pragnie podkreślić, że przyjęta do wyceny udziałów kategoria wartości godziwej jest obecnie powszechnie uznawana za najbardziej odpowiednią i słuszną, jednak trudną do oszacowania z metodycznego punktu widzenia. Zarówno krajowe rozwiązania prawne, jak i standardy międzynarodowe dalekie są od wskazywania konkretnych metod szacowania wartości godziwej poza metodą porównań rynkowych, na której zasadniczo bazuje idea wartości godziwej, ale (niestety) nie dla wszystkich składników majątku istnieje aktywny rynek obrotu. Brak jest takich zorganizowanych form dla akcji i udziałów w spółkach nie giełdowych, a także części aktywów niematerialnych, z którym można wprost pozyskać średnie ceny rynkowe. Przykładowo w przytoczonych badaniach respondenci jako kolejne metody wyceny w przypadku braku aktywnego rynku wskazywali metody dochodowe (29%), skorygowaną cenę nabycia (23%) oraz inne metody (23%). Niskie zróżnicowanie stosowanych metod jest właśnie efektem dowolności w tej kwestii, jaką dają przepisy

---

<sup>13</sup> A. Mazur, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, ..., s.

prawa, najważniejsze jest jednak, aby w wycenie maksymalnie zachować ostrożność w doborze bieżących danych oraz konstruowaniu prognoz.

W kontekście celu wyceny, jakim jest oszacowanie wartości udziałów oznacza to, że przedmiot zlecenia stanowi określenie rzeczywistej wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Przejście z udziałów na kapitał własny wynika z faktu, iż udziałowcy reprezentują kapitał netto (tj. własny) firmy i tylko on może zostać pomiędzy nich podzielony, czy to w sytuacji likwidacji przedsiębiorstwa czy wystąpienia lub wykluczenia wspólnika. W tym miejscu warto zaznaczyć, że kapitał własny jest różnicą z oszacowania w niniejszej opinii wszelkich aktywów bilansowych i posiadanych przez Spółkę zobowiązań na dzień wyceny.

Mając na uwadze, że:

- ogólna koncepcja źródeł finansowania przedsiębiorstw przewiduje istnienie „dawców” kapitału własnego (założycielskiego, podstawowego itp.), którzy stają się właścicielami przedsiębiorstwa w zamian za otrzymane akcje lub udziały oraz „dostawców” kapitału obcego, określanych mianem wierzycieli oraz korzystając z zasady, że:
  - pierwszeństwo roszczeń wobec przedsiębiorstwa mają zazwyczaj wierzyciele, a właścicielom (udziałowcom) przypada ta część majątku, która pozostanie po zaspokojeniu wierzycieli,
- można stwierdzić, iż

$$\text{kapitał własny} = \text{aktywa} - \text{zobowiązania}$$

Stwierdzenie to jest prawdziwe w sensie księgowym, ponieważ udziałowcy reprezentują kapitał własny, ale, co ważniejsze, jest ono także słuszne w aspekcie ekonomicznym. Jeżeli firma sprzedaje całość swoich aktywów (materialnych i pozamaterialnych) i spłaca wszystkie swoje zobowiązania, to pozostała po tych transakcjach nadwyżka gotówki należy w całości do udziałowców.

Wycena, jako proces dochodzenia do wartości wskazanego przedmiotu wyceny, którym mogą być np. przedsiębiorstwo, nieruchomości, własność niematerialna lub zobowiązanie może być przeprowadzona z wykorzystaniem trzech podejść – dochodowego, porównawczego i majątkowego<sup>14</sup>. W ramach podejść wyróżnić można metody (a zatem podejścia to grupy metod), natomiast jeszcze „niżej” znajdują się techniki i narzędzia.

---

<sup>14</sup> Rozróżnianie jedynie trzech podejść jest domeną anglosaskiej praktyki wyceny przedsiębiorstw (USA, Wlk. Brytania, Australia, Nowa Zelandia), opisywaną przez takie autorytety dziedziny, jak Shannon P. Pratt (*Business Valuation Discounts and Premiums*, 2009) oraz Christopher Mercer (*Business valuation: an integrated theory*, 2007). W warunkach Europy kontynentalnej wyróżnia się jeszcze grupę metod mieszanych (nie jest to jednak podejście mieszane).

## Rysunek 4 Podejścia do wyceny



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

Typologia metod wyceny przedsiębiorstw opiera się na kilku zasadniczych kryteriach, które umożliwiają wyróżnienie istotnych odmienności podejścia poszczególnych metod. Z uwagi na dyskusyjny i niejednoznaczny charakter samej kategorii wartości i różne rozumienie procesu wyceny spotykane w teorii klasyfikacje różnią się zarówno pod względem znaczenia używanych terminów, jak i liczby wyszczególnianych metod oraz „ostrością” klasyfikacji.

Podstawowym podziałem metod wyceny przedsiębiorstw jest podział na metody majątkowe i metody dochodowe<sup>15</sup>. Wymienione grupy reprezentują zupełnie odmienne filozofie. Pierwsza filozofia to tak zwane podejście majątkowe (*property approach* – grupa metod majątkowych). Drugą można określić mianem podejścia dochodowego (*income approach* – grupa metod dochodowych). Według koncepcji majątkowych biznes wart jest tyle, ile jest wart przynależny do niego majątek. Zaletami tej grupy metod są między innymi: względna prostota, łatwość interpretacji i porównań wyników wycen oraz stosunkowo niewielka dyspersja wyników nawet przy bardzo dużej liczbie niezależnych ekspertyz. Podstawowe wady to nieuwzględnianie możliwości rozwojowych biznesu i stopnia efektywnego wykorzystania posiadanego majątku oraz opieranie się na danych nie zawsze odzwierciedlających rzeczywistą wartość użytkową składników majątku. Wśród omawianej grupy metod do najbardziej znanych należą: wycena według wartości księgowej, wycena według wartości skorygowanych aktywów netto, wycena według wartości odtworzeniowej i wycena według wartości likwidacyjnej.

Myśl przewodnia podejścia dochodowego sprowadza się do stwierdzenia, że biznes jest wart tyle, ile przyniesie dochodu począwszy od dzisiaj do nieskończoności.

<sup>15</sup> Por. np. E.A. Helfert: *Techniques of Financial Analysis*. 6th edit. Irwin, Homewood 1987, s. 337–376.

Fundamentalną zaletą tej grupy metod jest uwzględnianie w wynikach wyceny możliwości rozwojowych biznesu. Główne wady to relatywnie większa złożoność oraz znaczne ryzyko popełnienia błędów lub dokonywania świadomych manipulacji. Najczęściej stosowane metody wchodzące w skład tej grupy to metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, metoda przyszłych zysków oraz metoda wskaźnika cena/zysk.

W ramach powyższego podziału, w którym kryterium jest przedmiot wyceny (czyli majątek firmy lub jego zdolność do generowania nadwyżek pieniężnych), niektórzy autorzy wyróżniają jeszcze tak zwane metody rynkowe, zwane też metodami mnożników rynkowych<sup>16</sup>. Wyróżnianie tej grupy metod przy tak zdefiniowanym kryterium może budzić pewne wątpliwości. Metody te – w zależności od przyjętego mnożnika – można, bowiem w zasadzie zawsze przypisać albo do podejścia dochodowego (na przykład wspomniana metoda wskaźnika cena/zysk), albo do podejścia majątkowego (na przykład metoda wskaźnika cena/wartość księgową). Gdyby dokonać jednak pewnej modyfikacji tego kryterium przez wyodrębnienie metod ze względu na podstawowe źródło informacji służące do wyznaczania wartości firmy, wówczas można by mówić o:

- metodach dochodowych, które opierają się na szczegółowych prognozach przyszłych dochodów (w sensie przepływów pieniężnych, zysków lub dywidend);
- metodach majątkowych, zasadzających się na szczegółowych szacunkach wartości poszczególnych obiektów majątku;
- metodach rynkowych, opierających się na wyprowadzaniu wartości firmy z porównań z pewnymi wskaźnikami (mnożnikami) występującymi na rynku.

Również ten podział może budzić kontrowersje, gdyż nie pozwala na bezdyskusyjne zakwalifikowanie każdego ze sposobów wyceny do jednej z grup. Pewne zacieranie różnic następuje w szczególności na styku metod majątkowych i rynkowych (na przykład szczegółowe szacunki wartości odtworzeniowej różnych aktywów oparte na notowaniach z rynku mogłyby być zaliczone do obu grup – aczkolwiek zgodnie z intencją tej klasyfikacji powinny być uwzględnione w grupie metod majątkowych).

Stosunkowo dużym uznaniem cieszy się podział metod wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych na:

- metody oparte na wycenie aktywów,
- metody dochodowe,
- metody mieszane.

W praktyce podział ten odpowiada klasyfikacji metod według przedmiotu wyceny wyodrębnia, bowiem metody majątkowe (metody oparte na wycenie aktywów)

---

<sup>16</sup> J. Gajdka: *Metody wyceny przedsiębiorstwa*. W: *Vademecum prywatyzacji II*. Poltext, Warszawa 1992, s. 71–73.

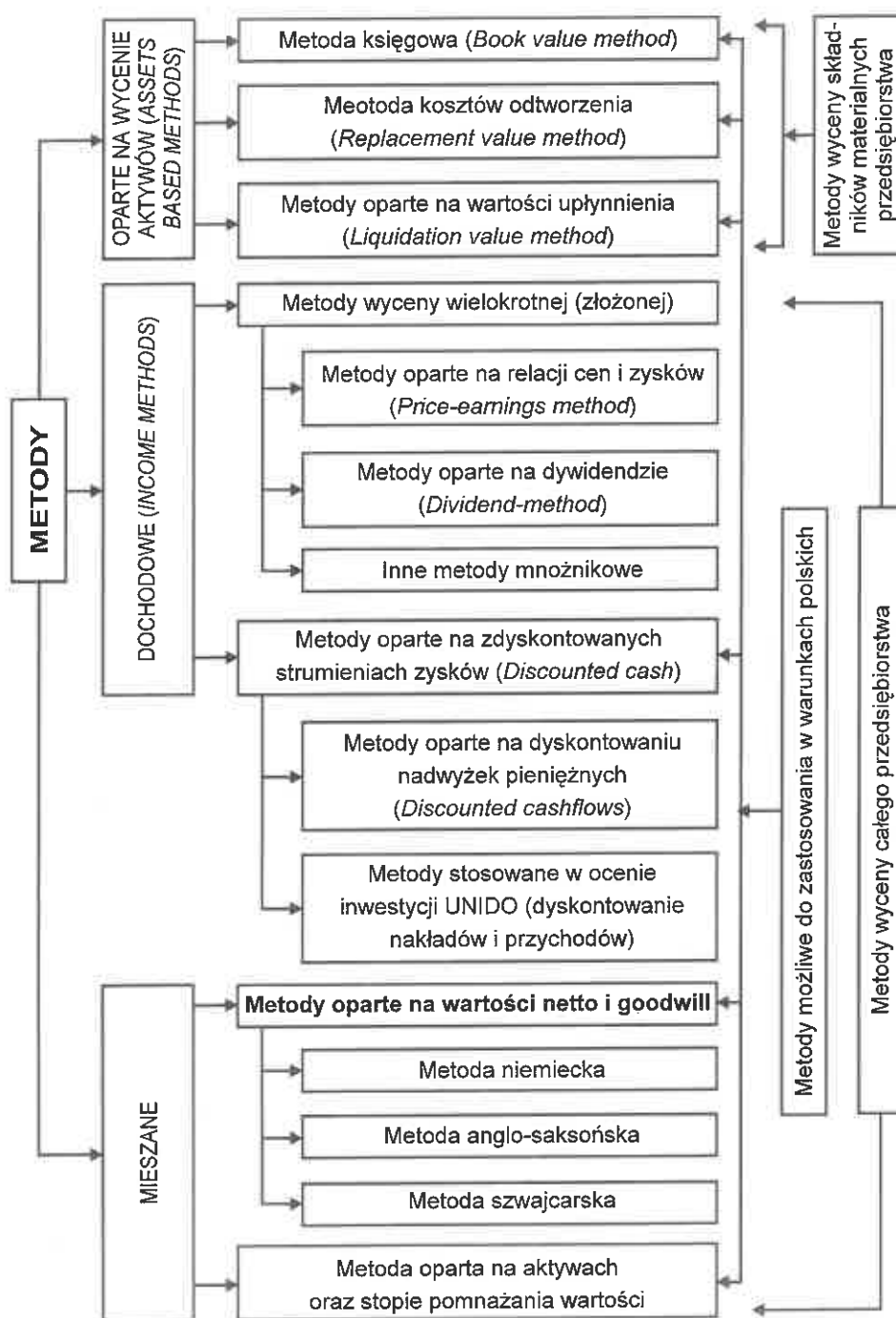
i metody dochodowe. Pojawia się tu dodatkowa grupa, reprezentująca tak zwane metody mieszane, które faktycznie trudno uznać za jakiś odrębny, szczególny sposób ustalania wartości. Wśród metod mieszanych znajdują się zarówno proste średnie wyznaczone na podstawie wcześniej przeprowadzonych szacunków wartości z wykorzystaniem podejścia dochodowego i majątkowego (metoda berlińska, metoda szwajcarska), jak i bardziej wysublimowane metody, sprowadzające się do szacowania dodatkowej wartości ponad wartość ucieleśnioną w majątku przedsiębiorstwa (różne warianty metody nadwyżki zysków)<sup>17</sup>. Znacznie większą estymą – zarówno w teorii, jak i w praktyce – cieszą się różne warianty metody nadwyżki zysków<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Metody mieszane są prezentowane w licznych opracowaniach. Zob. np. R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek: op. cit., s. 55–63; A. Kamela-Sowińska: *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1994, s. 31–32.

<sup>18</sup> Zob. np. L. Guatri: op. cit., s. 112–143; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih: op. cit., s. 286–297; G.M. Gomes: *Excess Earnings, Competitive Advantage and Goodwill Value*, „*Journal of Small Business Management*” 1988, July, s. 22–31.

Rysunek 5 Klasyfikacja metod wyceny majątku oraz wartości przedsiębiorstwa



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

Rysunek 5 grupuje metody wyceny według przedstawionego podziału na metody wyceny aktywów, metody dochodowe i metody mieszane. Klasyfikacja ta również może budzić wątpliwości, niemniej warto ją poznać z uwagi na wspomnianą popularność tego podejścia. Rysunek 6. zawiera bardziej praktyczny sposób podziału metod wyceny przedsiębiorstw, która jest rozwinięciem przedstawionej wcześniej

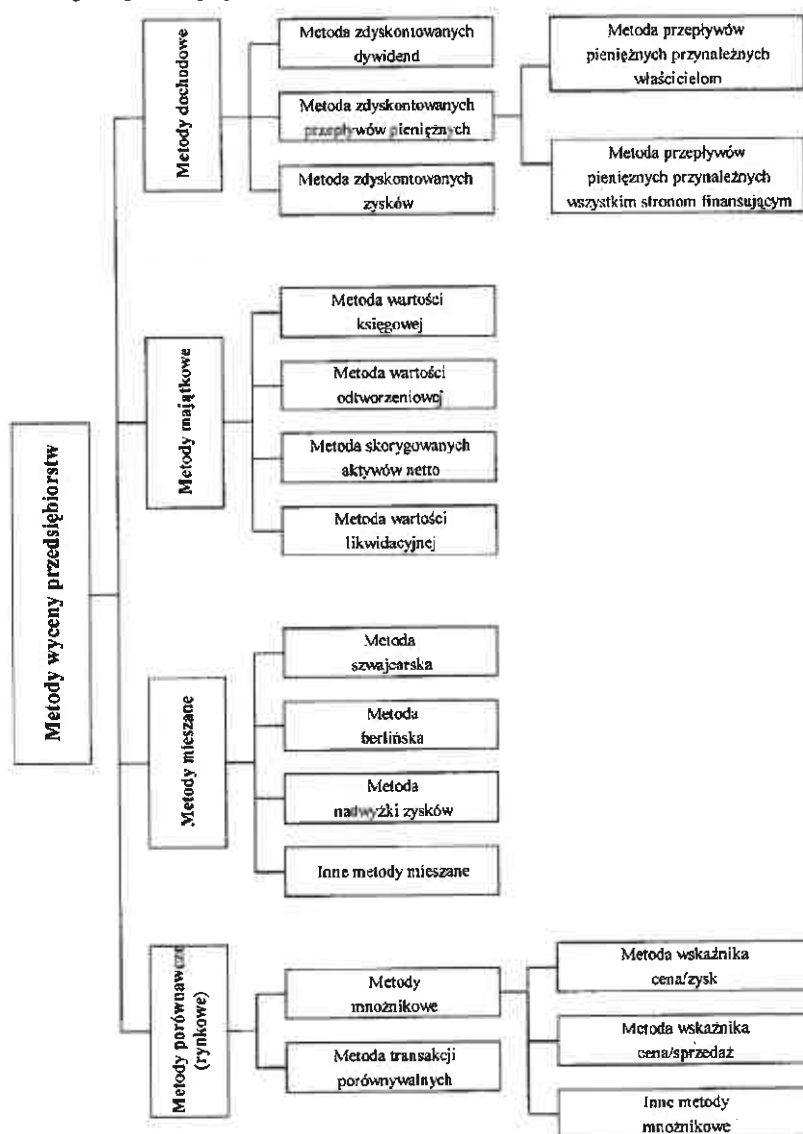


klasyfikacji metod ze względu na podstawowe źródło informacji służące do wyznaczenia wartości firmy. W ujęciu tym wyróżnia się metody:

- dochodowe,
- majątkowe,
- mieszane,
- porównawcze.

Ten właśnie podział przyjmuje się, jako podstawowy sposób klasyfikowania metod wyceny przedsiębiorstw.

**Rysunek 6 Metody wyceny przedsiębiorstw**



## VI. Wycena udziałów w spółce Skalnik 04 sp. z o.o.

### 1) Opis przedmiotu wyceny

Jak wynika z analizy akt KRS spółka Przedsiębiorstwo Handlowe Margo sp. z o.o. została zarejestrowana pod nr 0000194658 Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XX Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 13.02.2004 r. Spółce nadano REGON: 015658162, NIP: 1181726384.

Informacja odpowiadająca aktualnemu wpisowi do KRS

<b>Dane podmiotu</b>
SKALNIK 04 spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
<b>Siedziba i adres podmiotu</b>
Brak wpisu
<b>Informacje o umowie</b>
02 lutego 2004 Roku, Kancelaria Notarialna Tomasz Cygan Notariusz Ewa Mroczek Notariusz Spółka Cywilna, Jerozolimskie 133 A lok. 51, Notariusz Tomasz Cygan, Rep. A 858/2004.
<b>Dane wspólników</b>
Krzysztof Tymoteusz Król - 120 udziałów o łącznej wysokości 60.000,00 zł Czy wspólnik posiada całość udziałów spółki? Nie
<b>Kapitał spółki</b>
95.000,00 zł
<b>Informacja o wniesieniu aportu</b>
45.000,00 zł
<b>Organ uprawniony do reprezentacji podmiotu</b>
Zarząd Spółki
<b>Sposób reprezentacji podmiotu</b>
Prezes zarządu samodzielnie lub Wiceprezes Zarządu i Członek Zarządu łącznie
<b>Dane osób wchodzących w skład organu</b>
Krzysztof Tymoteusz Król - Wiceprezes Zarządu
<b>Przedmiot działalności</b>
1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy -
2.Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy 14, 11, Z, Wydobywanie kamienia dla potrzeb budownictwa 71, 31, Z, Wynajem maszyn i urządzeń rolniczych 71, 32, Z, Wynajem maszyn i urządzeń budowlanych 71, 33, Z, Wynajem maszyn i urządzeń biurowych 71, 34, Z, Wynajem pozostałych maszyn i urządzeń 45, 25, A, Stawianie rusztowań 45, 25, B, Roboty związane z fundamentowaniem 45, 25, D, Wykonywanie robót budowlanych murarskich 45, 25, C, Wykonywanie robót budowlanych w zakresie wznoszenia konstrukcji stalowych 45, 31, A, Wykonywanie instalacji elektrycznych budynków i budowli 45, 31, B, Wykonywanie instalacji elektrycznych sygnalizacyjnych 45, 31, D, Wykonywanie pozostałych instalacji elektrycznych 45, 32, Z, Wykonywanie robót budowlanych izolacyjnych 45, 33, A, Wykonywanie instalacji centralnego ogrzewania i wentylacyjnych 45, 33, B, Wykonywanie instalacji wodno-kanalizacyjnych 45, 33, C, Wykonywanie instalacji gazowych 45, 34, Z, Wykonywanie pozostałych instalacji budowlanych 45, 43, A, Posadzkarstwo; tapetowanie i oblicowywanie ścian 45, 43, B, Sztukatorstwo 45, 41, Z, Tynkowanie

45, 42, Z, Zakładanie stolarki budowlanej  
 45, 44, A, Malowanie  
 45, 11, Z, Rozbiórka i burzenie obiektów budowlanych; roboty ziemne  
 45, 12, Z, Wykonywanie wykopów i wierceń geologiczno- inżynierskich  
 45, 21, A, Wykonywanie robót ogólnobudowlanych związanych z wznoszeniem budynków  
 45, 21, E, Wykonywanie robót ogólnobudowlanych w zakresie obiektów górniczych i produkcyjnych  
 45, 21, F, Wykonywanie robót ogólnobudowlanych w zakresie obiektów inżynierskich, gdzie indziej nie sklasyfikowanych  
 45, 22, Z, Wykonywanie konstrukcji i pokryć dachowych  
 45, 23, A, Budowa dróg kołowych i szynowych  
 60, 24, A, Towarowy transport drogowy pojazdami specjalizowanymi  
 60, 24, B, Towarowy transport drogowy pojazdami uniwersalnymi  
 63, 11, C, Przeładunek towarów w pozostałych punktach przeładunkowych  
 63, 12, C, Magazynowanie i przechowywanie towarów w pozostałych składowiskach  
 71, 21, Z, Wynajem pozostałych środków transportu lądowego  
 50, 20, A, Obsługa i naprawa pojazdów mechanicznych  
 50, 20, B, Pomoc drogowa oraz pozostała działalność usługowa związana z pojazdami mechanicznymi  
 51, 11, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą produktów rolnych, żywych zwierząt, surowców dla przemysłu włókienniczego i półproduktów  
 51, 12, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą paliw, rud, metali i chemikaliów przemysłowych  
 39 51, 13, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą drewna i materiałów budowlanych  
 40 51, 14, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą maszyn, urządzeń przemysłowych, statków i samolotów  
 51, 15, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą mebli, artykułów gospodarstwa domowego i drobnych wyrobów metalowych  
 51, 16, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą wyrobów włókienniczych, odzieży, obuwia i artykułów skórzanych  
 43 51, 17, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych  
 51, 18, Z, Działalność agentów specjalizujących się w sprzedaży określonego towaru lub określonej grupy towarów, gdzie indziej nie sklasyfikowana  
 51, 19, Z, Działalność agentów zajmujących się sprzedażą towarów różnego rodzaju  
 51, 21, Z, Sprzedaż hurtowa zboża, nasion i pasz dla zwierząt  
 51, 22, Z, Sprzedaż hurtowa kwiatów i roślin  
 51, 23, Z, Sprzedaż hurtowa żywych zwierząt  
 51, 24, Z, Sprzedaż hurtowa skór  
 51, 25, Z, Sprzedaż hurtowa nie przetworzonego tytoniu  
 51, 31, Z, Sprzedaż hurtowa owoców i warzyw  
 51, 32, Z, Sprzedaż hurtowa mięsa i wyrobów mięsnych  
 51, 33, Z, Sprzedaż hurtowa wyrobów mleczarskich, jaj, olejów i tłuszczów jadalnych  
 51, 34, A, Sprzedaż hurtowa napojów alkoholowych  
 51, 34, B, Sprzedaż hurtowa napojów bezalkoholowych  
 51, 35, Z, Sprzedaż hurtowa wyrobów tytoniowych  
 51, 36, Z, Sprzedaż hurtowa cukru, czekolady i wyrobów cukierniczych  
 51, 37, Z, Sprzedaż hurtowa herbaty, kawy, kakao i przypraw  
 51, 38, A, Sprzedaż hurtowa ryb, skorupiaków i mięczaków  
 51, 38, B, Sprzedaż hurtowa pozostałej żywności  
 51, 39, Z, Nie wyspecjalizowana sprzedaż hurtowa żywności, napojów i wyrobów tytoniowych  
 51, 41, Z, Sprzedaż hurtowa wyrobów włókienniczych  
 51, 42, Z, Sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia  
 51, 43, Z, Sprzedaż hurtowa elektrycznych artykułów gospodarstwa domowego i artykułów radiowo-telewizyjnych  
 51, 44, Z, Sprzedaż hurtowa wyrobów metalowych, porcelanowych, ceramicznych i szklanych do użytku domowego, tapet i środków czyszczących  
 51, 45, Z, Sprzedaż hurtowa perfum i kosmetyków  
 51, 46, Z, Sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych  
 51, 47, Z, Sprzedaż hurtowa pozostałych artykułów użytku domowego i osobistego  
 51, 51, Z, Sprzedaż hurtowa paliw stałych, ciekłych, gazowych oraz produktów pochodnych

51, 52, Z, Sprzedaż hurtowa metali i rud metali  
 51, 53, A, Sprzedaż hurtowa drewna  
 51, 53, B, Sprzedaż hurtowa materiałów budowlanych i wyposażenia sanitarnego  
 51, 54, Z, Sprzedaż hurtowa artykułów metalowych oraz sprzętu i dodatkowego wyposażenia hydraulicznego i grzejnego  
 51, 55, Z, Sprzedaż hurtowa wyrobów chemicznych  
 51, 56, Z, Sprzedaż hurtowa pozostałych półproduktów  
 51, 57, Z, Sprzedaż hurtowa odpadów i złomu  
 51, 61, Z, Sprzedaż hurtowa obrabiarek  
 51, 62, Z, Sprzedaż hurtowa maszyn budowlanych  
 51, 63, Z, Sprzedaż hurtowa maszyn dla przemysłu włókienniczego oraz maszyn do szycia i maszyn dziewiarskich  
 51, 64, Z, Sprzedaż hurtowa maszyn i urządzeń biurowych  
 51, 65, Z, Sprzedaż hurtowa pozostałych maszyn i urządzeń dla przemysłu, handlu i transportu wodnego  
 51, 66, Z, Sprzedaż hurtowa maszyn i urządzeń rolniczych, łącznie ze sprzedażą ciągników  
 51, 70, A, Pozostała sprzedaż hurtowa wyspecjalizowana  
 51, 70, B, Pozostała sprzedaż hurtowa nie wyspecjalizowana  
 15, 31, Z, Przetwórstwo ziemniaków  
 15, 61, Z, Wytwarzanie produktów przemiału zbóż  
 15, 62, Z, Wytwarzanie skrobi i produktów skrobiowych  
 15, 71, Z, Produkcja pasz dla zwierząt gospodarskich  
 15, 72, Z, Produkcja pasz dla zwierząt domowych  
 15, 91, Z, Produkcja napojów alkoholowych destylowanych  
 15, 92, Z, Produkcja alkoholu etylowego  
 15, 96, Z, Produkcja piwa  
 15, 97, Z, Produkcja słodów  
 15, 98, Z, Produkcja wód mineralnych i napojów bezalkoholowych  
 40, 10, A, Wytwarzanie energii elektrycznej  
 40, 10, B, Przesyłanie energii elektrycznej  
 40, 10, C, Dystrybucja energii elektrycznej  
 40, 30, A, Produkcja ciepła (pary wodnej i gorącej wody)  
 40, 30, B, Dystrybucja ciepła (pary wodnej i gorącej wody)  
 01, 11, A, Uprawa zbóż  
 01, 11, B, Uprawa ziemniaków, korzeni i bulw o dużej zawartości skrobi i inuliny  
 01, 11, C, Uprawa roślin przemysłowych i inne uprawy rolne, gdzie indziej niesklasyfikowane  
 01, 41, A, Działalność usługowa związana z uprawami rolnymi  
 01, 41, B, Działalność usługowa związana z zagospodarowaniem terenów zieleni  
 14, 12, Z, Wydobywanie skał wapiennych, gipsu i kredy  
 14, 13, Z, Wydobywanie łupków  
 14, 21, Z, Wydobywanie żwiru i piasku  
 14, 22, Z, Kopalnictwo gliny i kaolinu  
 14, 30, A, Kopalnictwo minerałów dla przemysłu chemicznego (z wyjątkiem siarkonośnych)  
 70, 11, Z, Zagospodarowanie i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek  
 70, 12, Z, Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek  
 70, 20, Z, Wynajem nieruchomości na własny rachunek  
 55, 11, Z, Hotele i motele z restauracjami  
 55, 12, Z, Hotele i motele bez restauracji  
 55, 21, Z, Schroniska turystyczne  
 55, 22, Z, Pola kempingowe, łącznie z polami dla samochodowych przyczep kempingowych  
 55, 23, Z, Pozostałe miejsca krótkotrwałego zakwaterowania, gdzie indziej nie sklasyfikowane  
 55, 30, A, Restauracje  
 55, 30, B, Pozostałe placówki gastronomiczne  
 55, 40, Z, Bary  
 55, 51, Z, Stołówki  
 55, 52, Z, Przygotowywanie i dostarczanie żywności dla odbiorców zewnętrznych (katering)  
 90, 00, B, Unieszkodliwianie odpadów  
 26, 81, Z, Produkcja technicznych artykułów ściernych



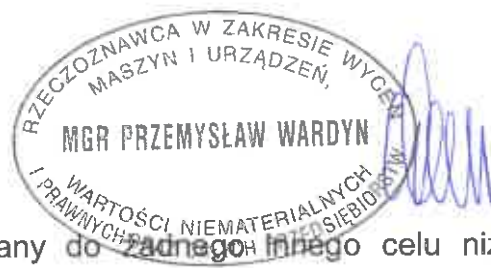
**2) Wycena wartości rynkowej udziałów przynależnych do Upadłego w Skalnik 04 sp. z o.o.**

Wyceniający wskazuje, iż Spółka nie złożyła do KRS żadnych sprawozdań finansowych oraz według informacji uzyskanych od Zleceniodawcy nie prowadzi działalności i nie posiada majątku, wobec czego nie można do jej wyceny zastosować żadnej z klasycznych metod wyceny.

**Wyceniający wskazuje, iż biorąc pod uwagę powyższe okoliczności aktualna wartość rynkowa 100% udziałów Skalnik 04 sp. z o.o. wykazuje brak jakiejkolwiek wartości rynkowej.**

**Stąd również udziały przynależne Krzysztofowi Królowi nie posiadają żadnej wartości.**

**W związku z tym, iż ten składnik majątku Upadłego Krzysztofa Króla tj. udziały w Skalnik 04 sp. z o.o. został ujęty w masie upadłości osoby fizycznej Krzysztofa Króla i tym samym występuje konieczność podjęcia próby jego zbycia, które nie może nastąpić tytułem darmym, to aktualną wartość rynkową tego składnika masy upadłości określić na najniższym z poziomów wartości tj. 0,01 zł (jeden grosz).**



**Zastrzeżenia do raportu**

1. Niniejszy raport nie może być wykorzystany do ~~żadnego~~ ~~innego~~ celu niż określony i nie może być publikowany w całości w jakimkolwiek dokumencie bez zgody wykonawcy i bez uzgodnienia z nim formy i treści takiej publikacji.
2. Wykonawca nie bierze na siebie odpowiedzialności za wady ukryte i ewentualne skutki wykorzystania raportu.