

# ***Upadłości i restrukturyzacje w Polsce.*** Wskaźniki prognozujące trudności finansowe oraz wybrane skutki zmian w przepisach z zakresu upadłości i restrukturyzacji



## Spis treści

---

<b>1. Regulacje w zakresie upadłości i restrukturyzacji w Polsce</b>	<b>4</b>
1.1 Przesłanki nowelizacji przepisów	5
1.2 Istota zmian w regulacjach	7
<b>2. Skala i dynamika zjawisk upadłościowych</b>	<b>10</b>
2.1 Polska na tle innych krajów europejskich	11
2.2 Restrukturyzacja coraz popularniejszym rozwiązaniem	13
<b>3. Przewidywanie upadłości</b>	<b>14</b>
3.1 Przewidywanie upadłości w badaniach naukowych	15
3.2 Dwa rodzaje prognozowania: prognozowanie problemów i prognozowanie stabilności	15
3.3 Wskaźniki finansowe w modelach prognozowania upadłości	16
3.4 Skuteczność polskich modeli przewidywania niewypłacalności	17
3.5 Wnioski praktyczne	18
<b>4. Czy zmiany w prawie wpływają na szybsze reagowanie przedsiębiorstw na problemy?</b>	<b>22</b>
4.1 W jaki sposób zweryfikowaliśmy naszą hipotezę?	23
4.2 Zmiana przepisów skróciła czas reakcji przedsiębiorców	24
<b>Podsumowanie</b>	<b>25</b>
Wskaźniki kluczowe dla prognozowania upadłości i stabilności funkcjonowania	25
Zmiany w prawie a szybkość reakcji dłużników na kłopoty	25
Kontakty	27

# Wstęp

Szanowni Państwo!

Ryzyko upadłości jest wpisane w działalność gospodarczą. Nie da się go całkowicie wyeliminować, możliwe jest jednak podejmowanie działań zmniejszających je i pozwalających zredukować koszty ewentualnego bankructwa – zarówno indywidualne, jak i zbiorowe. Szczególnie ważną rolę ma tu do odegrania państwo odpowiedzialne za kształtowanie otoczenia prawnego dla upadłości, czyli – między innymi – możliwych scenariuszy postępowań upadłościowych czy balansu między uprawnieniami dłużników i wierzycieli.

Od początku 2016 roku, wraz z wejściem w życie Prawa restrukturyzacyjnego oraz nowelizacji ustawy Prawo upadłościowe, gruntownie zmieniło się otoczenie legislacyjne firm działających w Polsce oraz ich wierzycieli. Nowe przepisy skłoniły nas do postawienia szeregu pytań, zwłaszcza o skuteczność nowelizacji w mobilizowaniu przedsiębiorców do wczesnego podejmowania działań restrukturyzacyjnych, co było jednym z celów ustawodawcy.

Przygotowany raport ma dwa podstawowe cele. Po pierwsze przedstawiliśmy w nim wnioski z badań odpowiadających na pytanie, czy nowe przepisy znajdują odzwierciedlenie w czasie reakcji przedsiębiorstw na symptomy świadczące o problemach finansowych, motywując je do otwarcia postępowań o charakterze restrukturyzacyjnym. Po drugie zidentyfikowaliśmy te rodzaje wskaźników finansowych, które najskuteczniej identyfikują wspomniane objawy.

Raport został podzielony na cztery zasadnicze części. W pierwszej zaprezentowaliśmy w skrócie istotę i przesłanki nowelizacji prawa upadłościowego i restrukturyzacyjnego, która weszła w życie 1 stycznia 2016 roku. W drugiej części zaprezentowaliśmy krajowe statystyki upadłości przedsiębiorstw do 2015 roku i porównaliśmy je do skali bankructw odnotowywanych w innych krajach. Omówiliśmy także dane dotyczące liczby ogłaszanych w Polsce od początku 2016 roku upadłości i otwieranych restrukturyzacji sądowych. W trzeciej części skoncentrowaliśmy się na problematyce prognozowania upadłości. Zademonstrowaliśmy najważniejsze metody prognozowania upadłości i wykorzystywane w nich wskaźniki finansowe, a także opisaliśmy doświadczenia związane z ich wykorzystaniem w Polsce. Dodatkowo w tej sekcji przedstawiliśmy wyniki przeprowadzonych badań odpowiadając na pytanie o najskuteczniejsze wskaźniki prognozujące trudności finansowe. W ostatniej części zawarliśmy wyniki badania w zakresie wpływu zmian legislacyjnych na moment, w którym przedsiębiorcy decydują się na uruchomienie formalnych ścieżek restrukturyzacyjnych<sup>1</sup>.

Z poważaniem,

**Paweł Dzurak**

Partner w zespole ds. finansowania i restrukturyzacji

---

1. Niniejszy raport został poświęcony wyłącznie restrukturyzacji i upadłości przedsiębiorstw – zagadnienia upadłości konsumenckiej nie zostały w nim ujęte.

# 1 *Regulacje w zakresie upadłości i restrukturyzacji w Polsce*

---

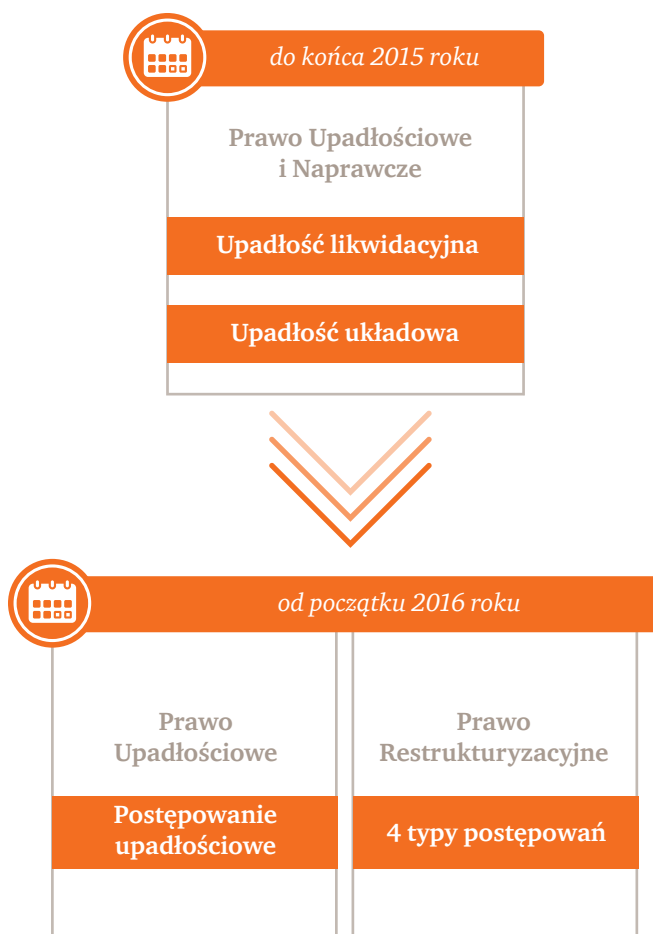


# 1. Regulacje w zakresie upadłości i restrukturyzacji w Polsce

## 1.1 Przesłanki nowelizacji przepisów

Z początkiem 2016 roku weszło w życie Prawo restrukturyzacyjne, jednocześnie zostało znówelizowane obowiązujące dotychczas Prawo upadłościowe i naprawcze. W rezultacie, od początku 2016 roku obowiązują dwie odrębne ustawy regulujące dwa rodzaje postępowań wobec podmiotów gospodarczych mających trudności z regulowaniem zobowiązań.

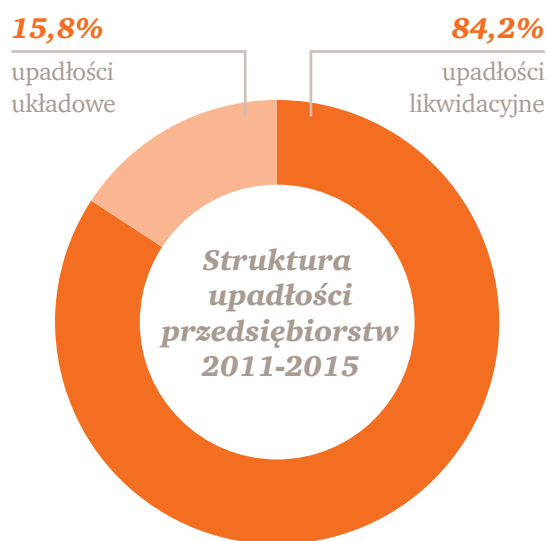
### Tryby postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych



Źródło: Opracowanie PwC

Przesłankami nowelizacji prawa były przede wszystkim negatywne doświadczenia towarzyszące obowiązywaniu dotychczasowego prawa upadłościowego i naprawczego. Do czasu jej uchwalenia upadłości były realizowane przede wszystkim w formule skutkującej likwidacją majątku dłużnika (84% postępowań otwartych w latach 2011-2015), a jedynie niewielka część postępowań dotyczyła restrukturyzacji przedsiębiorstw (upadłości układowe), dając nadzieję na wznowienie lub kontynuację działalności operacyjnej firmy.

### Struktura upadłości przedsiębiorstw w latach 2011-2015



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Coface<sup>2</sup>

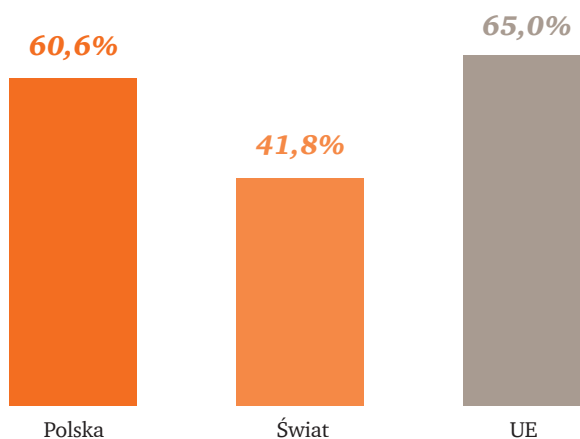
2. „Liczba bankructw nadal spada, coraz więcej restrukturyzacji”, Coface, 30 czerwca 2016

Efektywność prawa regulującego procesy upadłościowe i restrukturyzacyjne należy mierzyć poziomem odzysku wierzycieli w tego typu postępowaniach. Średni poziom odzysku w postępowaniach prowadzonych w Polsce jest niższy niż notowany w krajach Unii Europejskiej. Z najświeższych danych Banku Światowego wynika<sup>3</sup>, że stopa odzysku zobowiązań w postępowaniach upadłościowych w Polsce wynosiła niewiele ponad 60%. Znacząco lepszy poziom odzysku charakteryzował nie tylko najsilniejsze gospodarki europejskie (np. brytyjską – około 89% czy niemiecką – około 84%), ale także niektóre państwa Europy Środkowej i Wschodniej (np. Słowenia – ponad 89%). Według danych Banku Światowego średnia stopa odzysku dla wszystkich krajów Unii Europejskiej wynosi 65%, podczas gdy średnia światowa osiąga poziom 42%.

Polska lokuje się poniżej średniej dla UE także pod względem czasu, jaki zabiera odzyskanie należności od niewypłacalnego dłużnika. Według danych Banku Światowego w naszym kraju są to średnio trzy lata, podczas gdy w UE – dwa lata, a na świecie – dwa i pół roku. Polska wypada też niekorzystanie w porównaniu ukazującym koszty postępowania upadłościowych w relacji do majątku dłużnika. W naszym kraju jest to przeciętnie 15%, podczas gdy w UE – 10,3%; wskaźnik kosztów dla świata jest porównywalny z polskim i wynosi 15,7%.

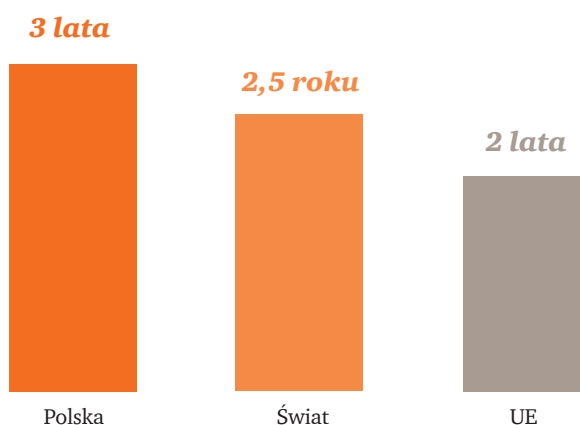
Nowelizacja prawa upadłościowego w Polsce miała więc mocne uzasadnienie w przytoczonych danych statystycznych, które jednoznacznie pokazują, że Polska została zdystansowana przez większość gospodarek UE pod względem efektywności postępowania upadłościowych. Odpowiednio ukierunkowane zmiany legislacyjne były niezbędne dla poprawienia wspomnianych istotnych parametrów prowadzonych postępowań oraz, w długim terminie, usprawnienia funkcjonowania gospodarki.

### Stopa odzysku należności (%)



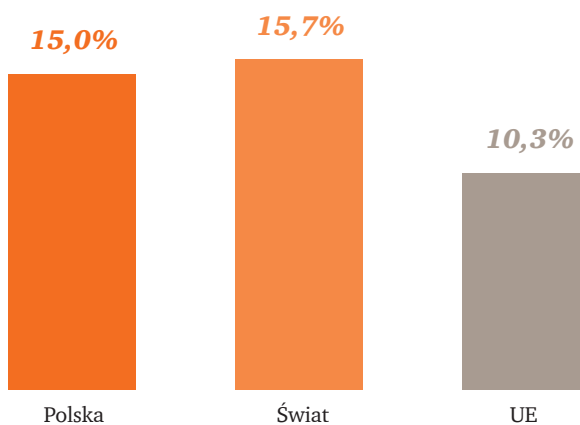
Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Banku Światowego

### Czas na odzyskanie należności (lata)



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Banku Światowego

### Koszt postępowania w relacji do majątku (%)



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Banku Światowego

3. Resolving Insolvency, The World Bank, czerwiec 2016



## 1.2 Istota zmian w regulacjach

Nowe przepisy zostały opracowane z myślą o usprawnieniu postępowań i rozszerzeniu możliwości restrukturyzacji, kładąc nacisk na zapobieganie likwidacji i utrzymanie funkcjonowania przedsiębiorstwa doświadczającego trudności finansowych i utrzymanie jego działalności.

Zasadniczą wprowadzoną zmianą pozostaje rozdzielenie postępowań upadłościowych, nastawionych na likwidację majątku, i postępowań restrukturyzacyjnych, w których dąży się do utrzymania działalności przedsiębiorstwa. Rozdzielenie stworzyło czytelne ramy dla stron procesu, przypominające pod kątem konstrukcji rozwiązanie na przykład ze Stanów Zjednoczonych (Chapter 7 – upadłość i Chapter 11 – restrukturyzacja).

Niezwykle ważną modyfikacją, rzadko wskazywaną w związku z dużą liczbą innych zmian, wprowadzoną od początku 2016 roku, jest zwiększenie upodmiotowienia wierzycieli w postępowaniach dzięki zwiększeniu ich wpływu na przebieg procesów upadłościowych i restrukturyzacyjnych. Wierzyciele, za pośrednictwem rady wierzycieli, dysponują decydującym głosem w kwestii osoby lub podmiotu pełniącego funkcję nadzorcy lub zarządcy (w postępowaniach restrukturyzacyjnych) bądź syndyka (w postępowaniach upadłościowych). Zwiększenie uprawnień wierzycieli jest bez wątpienia krokiem w dobrym kierunku, który był oczekiwany przez uczestników rynku, w szczególności przez instytucje finansowe stanowiące często znaczną część wierzycieli w postępowaniach. Takie uformowanie relacji stron w ramach procesów restrukturyzacyjnych powinno w długiej perspektywie fundamentalnie zmienić kształt rynku poprzez zwiększenie konkurencji wśród doradców restrukturyzacyjnych i tym samym podnoszenie standardów prowadzenia postępowań. Jednocześnie w praktyce prowadzonych postępowań niezwykle ważne będą decyzje sędziego komisarza prowadzącego poszczególne postępowania w zakresie zgody na powołanie rady wierzycieli, a także doboru przedstawicieli wierzycieli.

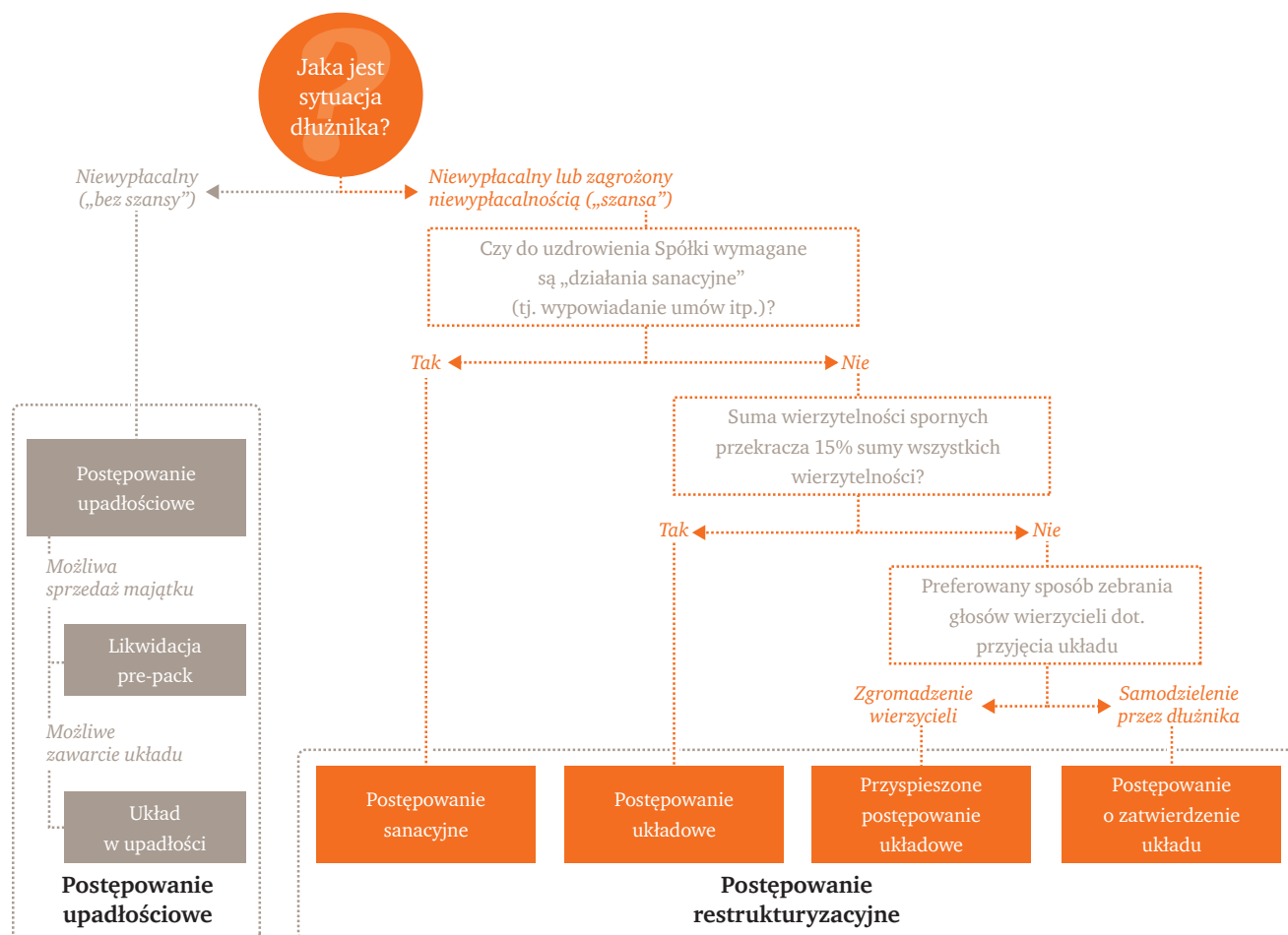
Zmiany w prawie restrukturyzacyjnym wprowadziły także instytucję doradcy restrukturyzacyjnego – nową licencjonowaną profesję zastępującą dotychczasowy zawód syndyka i w założeniu posiadającą od niego szersze kompetencje, ale także charakteryzującą się znacznie większymi wymaganiami. „Środek ciężkości” zawodu doradcy restrukturyzacyjnego przesunął się z zagadnień formalno-prawnych na kwestie finansowe. Doradca ma za zadanie między innymi opracowanie planu restrukturyzacyjnego, negocjowanie z istniejącymi wierzycielami oraz pozyskiwanie nowego finansowania, zaś w postępowaniu sanacyjnym wdrażanie planu restrukturyzacji w ramach pełnienia zarządu nad przedsiębiorstwem.



## 1.2.1 Nowe postępowania restrukturyzacyjne

W zakresie rodzajów czy przebiegu postępowań zmiany legislacyjne wprowadzają swoistą rewolucję w postępowaniach restrukturyzacyjnych. I tak jak obecnie postępowanie upadłościowe jest w dużej mierze tożsame z upadłością likwidacyjną sprzed zmian prawa, to strony procesów restrukturyzacyjnych mogą wykorzystywać poza postępowaniami układowymi dwa całkowicie nowe postępowania – o zatwierdzenie układu oraz sanacyjne.

### „Drzewo decyzyjne” postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych



Źródło: Opracowanie PwC

#### • Postępowanie o zatwierdzenie układu

Jego istotą jest poszukiwanie porozumienia pomiędzy dłużnikiem a wierzycielami poza sądem i zatwierdzenie przez sąd wypracowanego przez nich układu (po jego wcześniejszym uzgodnieniu poza sądem). Przez dużą część tego postępowania informacja o trudnościach finansowych dłużnika nie zostaje upubliczniona, co zmniejsza ryzyko negatywnych reakcji otoczenia biznesowego dłużnika.

#### • Przyspieszone postępowanie układowe

Umożliwia dłużnikowi zawarcie układu po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności w uproszczonym trybie. Zarząd nad majątkiem pozostaje w rękach dłużnika, który jednak zostaje ograniczony poprzez wyznaczenie nadzorca sądowego.

#### • Postępowanie układowe

Adekwatne dla dłużników, którzy nie mogą skorzystać z postępowania o zatwierdzenie układu czy przyspieszonego postępowania układowego (np. z powodu istnienia znaczących wierzytelności spornych). W swej istocie zbliżone do postępowania upadłościowego o charakterze układowym regulowanego przepisami sprzed 2016 roku. Podobnie jak w przyspieszonym postępowaniu układowym zarząd nad majątkiem pozostaje w rękach dłużnika przy równoczesnym ograniczaniu jego zakresu przez wyznaczenie nadzorca sądowego.

#### • Postępowanie sanacyjne

Całkowita nowość w polskim prawie. Umożliwia dogłębną restrukturyzację zadłużonego przedsiębiorstwa, jednakże wiąże się co do zasady z odebraniem dłużnikowi zarządu nad nim i oddaniem go w ręce doradcy restrukturyzacyjnego. Zarządca ma uprawnienia w zakresie podejmowania działań naprawczych zbliżone do tych, które ma syndyk w postępowaniu upadłościowym.



## 1.2.2 Nowe narzędzia i rozwiązania

Nowym rozwiązaniem obowiązującym od początku 2016 roku jest układ częściowy. Pozwala on podjąć negocjacje wyłącznie z częścią wierzycieli stanowiących jednolitą grupę możliwą do wyodrębnienia w oparciu o obiektywne kryteria. Równocześnie układ częściowy daje narzędzia, dzięki którym w pewnych okolicznościach można spowodować włączenie do układu wierzycieli zabezpieczonych. Układ częściowy jest możliwy do zastosowania w postępowaniu o zatwierdzenie układu oraz w przyspieszonym postępowaniu układowym.

Obecnie obowiązujące prawo zawiera także instytucję przygotowanej likwidacji (znana m.in. z Wielkiej Brytanii, tzw. pre-pack), tj. procedury pozwalającej na sprzedaż przedsiębiorstwa dłużnika już na etapie rozpoczęcia postępowania upadłościowego. W ramach tego postępowania sprzedaż majątku następuje na warunkach sprzedaży egzekucyjnej (tj. bez obciążeń) za cenę (co do zasady) nie niższą niż wycena określona przez biegłego sądowego. Środki z tak przeprowadzonej sprzedaży zasilają masę upadłościową i są odpowiednio dzielone pomiędzy wierzycieli. Taka szybka sprzedaż ma w swoim zamiśle zwiększyć szanse na przetrwanie przedsiębiorstwa dłużnika.

Intencją ustawodawcy w zakresie zmiany przepisów było także przyspieszenie i usprawnienie postępowań restrukturyzacyjnych i upadłościowych, a przez to zwiększenie ich skuteczności. W efekcie ma być możliwe ograniczenie tzw. „destrukcji wartości”, która ma miejsce zawsze w toku przeciągających się postępowań utrudniających prowadzenie działalności gospodarczej. Obecnie obowiązujące regulacje zawierają zarówno wymagające terminy instrukcyjne dla uczestników postępowań, jak i znaczące ułatwienia proceduralne (np. uproszczenie czynności spisu wierzytelności). Praktyka postępowań prowadzonych pod reżimem obecnych przepisów pokazuje jednak, że w wielu przypadkach wyznaczone w prawie terminy niestety nie są osiąmane. Należy mieć nadzieję, że wraz ze wzrostem doświadczenia uczestników postępowań i gromadzeniem się praktyki oraz orzecznictwa, wzrastać będzie także sprawność prowadzonych postępowań.

W naszym przekonaniu znowelizowane prawo upadłościowe obowiązujące od początku 2016 roku jest krokiem we właściwym kierunku. Niektóre obowiązujące obecnie przepisy są przedmiotem polemiki, szczególnie w świetle konfrontacji z praktyką życia gospodarczego i z pewnością wciąż pozostawiają przestrzeń do dalszych usprawnień. Jednakże przyjęty kierunek zmian jest zgodny z tendencją obserwowaną w krajach najbardziej rozwiniętych gospodarczo oraz daje nadzieję na podniesienie szeroko pojmowanej jakości postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych. Należy pamiętać przy tym, że faktyczne usprawnianie złożonych procesów gospodarczych jest procesem długotrwałym, wymagającym przemyślanych zmian w regulacjach, ale także otwartości i zaangażowania wszystkich stron postępowań – dłużników, wierzycieli oraz sądów, a także doradców restrukturyzacyjnych.

Od początku 2016 roku zmianie uległa definicja stanu niewypłacalności, która jest podstawą ogłoszenia upadłości. Zgodnie z nowymi przepisami stan niewypłacalności osiąga się w przypadku spełnienia jednej z dwóch przesłanek:

- **Przesłanka płynnościowa** – stanowi ją utrata przez dłużnika zdolności do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, która trwa powyżej trzech miesięcy. Jest to znaczne wydłużenie w stosunku do wcześniejszego brzmienia przepisów, wedle których co do zasady wystarczyły już nawet dwie niezapłacone faktury do możliwości uznania spółki za niewypłacalną.
- **Przesłanka bilansowa** – stanowi ją przekroczenie wartości majątku dłużnika przez wartość jego zobowiązań. Znaczną zmianą jest ustanowienie okresu ponad 24 miesięcy trwania dla przesłanki nadmiernego zadłużenia. We wcześniejszym stanie prawnym przesłanka bilansowa pojawiała się wraz z przekroczeniem wartości majątku dłużnika przez wartość jego zobowiązań pieniężnych.

2

## *Skala i dynamika zjawisk upadłościowych*

---

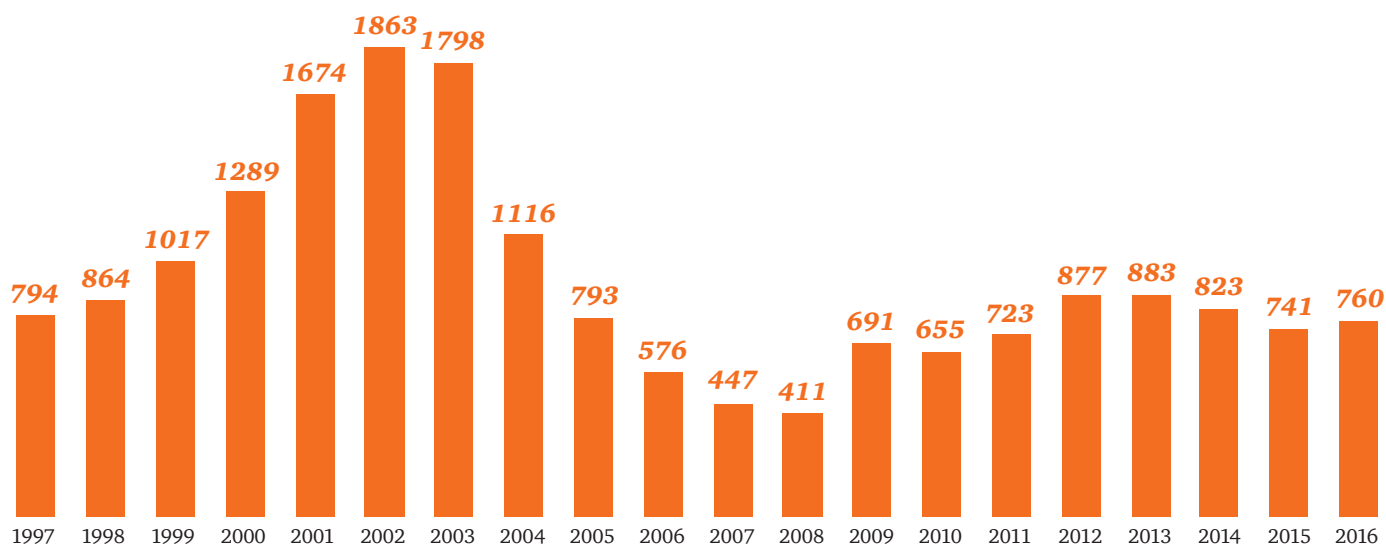


## 2. Skala i dynamika zjawisk upadłościowych

### 2.1 Polska na tle innych krajów europejskich

Statystyki upadłości świadczą o tym, że z postępowaniami upadłościowymi boryka się względnie niewiele polskich przedsiębiorstw. W ostatnich latach liczba upadłości zarówno tych obejmujących likwidację majątku, jak i tych z możliwością zawarcia układu, ogłaszanych rocznie przez sądy, nie przekraczała 900. Rekordowa liczba upadłości przypada na lata 2001-2003, kiedy ogłaszano ją w stosunku do ponad 1,5 tysiąca podmiotów rocznie.

#### Liczba upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 1997-2015



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Coface<sup>4</sup>

# 760

Liczba postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w Polsce w 2016 roku<sup>4</sup>

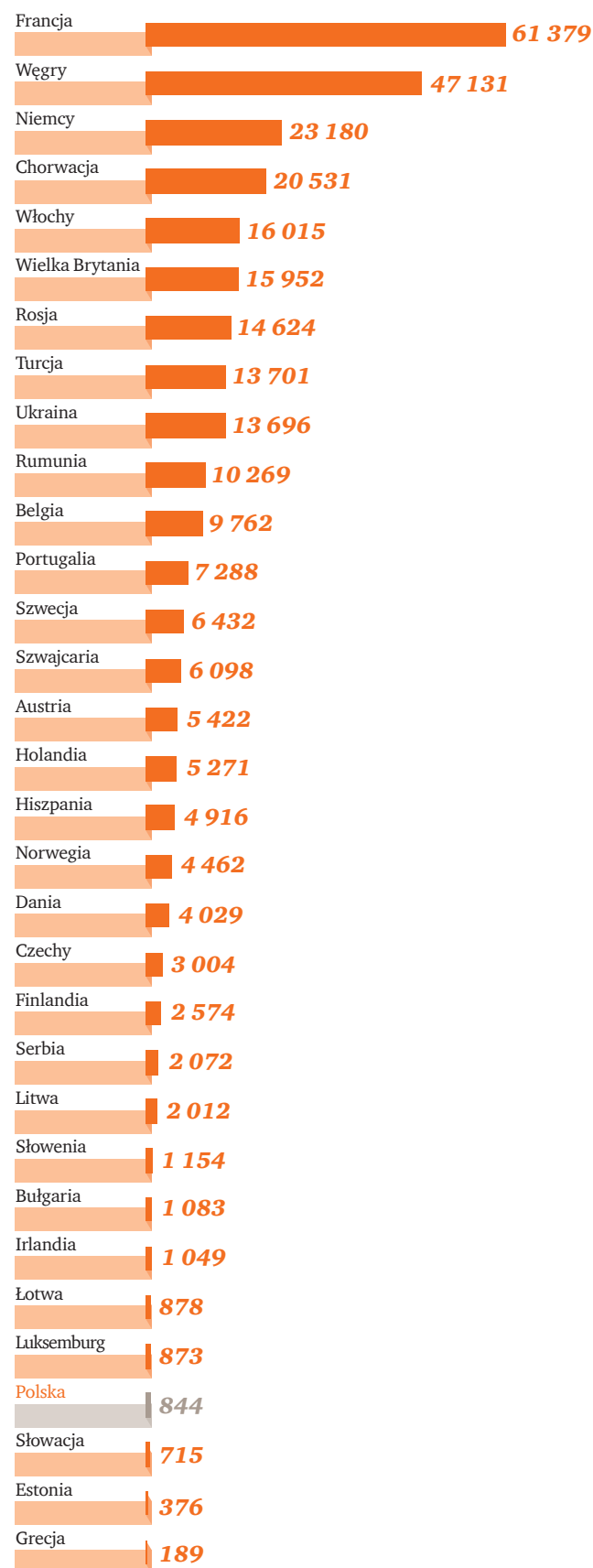


4. Raport „Upadłości firm w Polsce w 2015 roku”, Coface, 30 grudnia 2015

Skala upadłości w Polsce jest stosunkowo niewielka w porównaniu do większości europejskich państw. W 2015 roku jedynie pięć krajów odnotowało mniej niż 1000 bankructw przedsiębiorstw i były to gospodarki zdecydowanie mniejsze od Polski. Największe natężenie upadłości wystąpiło natomiast we Francji (61,4 tysiąca upadłych firm, które ogłosiły różne formy upadłości bądź nadzorowanej przez sądy restrukturyzacji) oraz na Węgrzech (47,1 tys.). W czołówce plasowały się również Niemcy, Włochy i Wielka Brytania, co jest zrozumiałe ze względu na skalę tych gospodarek, ale także Chorwacja. Jednocześnie bardzo wysoka (względem gospodarki) liczba upadłości na Węgrzech i w Chorwacji związana jest z lokalną specyfiką legislacyjną.

Mimo że liczba upadłości dla różnych państw jest trudno porównywalna ze względu na wspomniane różnice legislacyjne i tym samym klasyfikacyjne, to nie ulega wątpliwości, że liczba upadłości odnotowywana w Polsce była niska. Taki stan rzeczy można interpretować dwojako. Z jednej strony przez pryzmat siły polskiej gospodarki, a z drugiej jako brak dostosowania otoczenia legislacyjnego upadłości i restrukturyzacji do realiów rynku i wymogów jego uczestników. Trudno jednoznacznie ocenić, który z tych elementów w większym stopniu kształtował tak niską liczbę upadłości w Polsce. Nie ulega jednak wątpliwości, że otoczenie prawne dające niewiele narzędzi efektywnej restrukturyzacji w niezamierzony sposób „poprawia” statystyki upadłości. Skutkuje to większą liczbą restrukturyzacji pozasądowych.

## Porównanie statystyk upadłości przedsiębiorstw w wybranych państwach Europy w 2015 roku



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Creditreform<sup>5</sup>

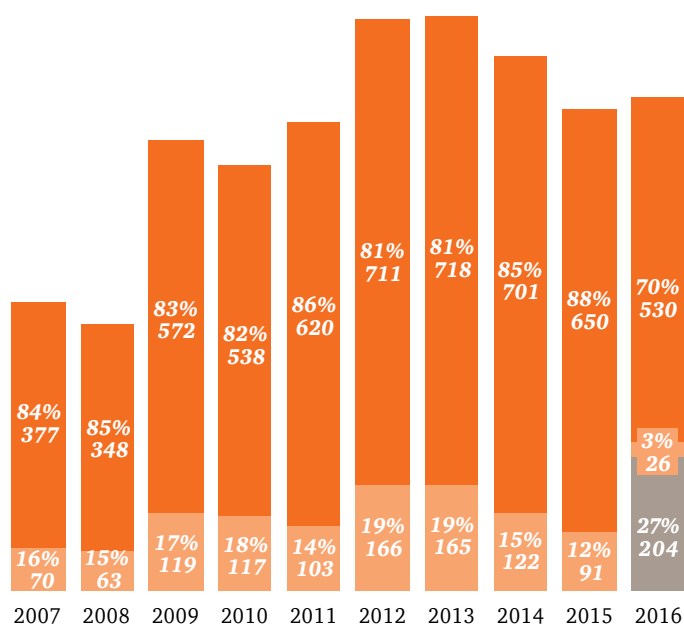
5. Corporate insolvencies in Europe, Creditreform, 2015/16

Różnice w danych przedstawianych przez różnych dostawców wynikają z odmienności stosowanych przez nich podejść do analizy

## 2.2 Restrukturyzacja coraz popularniejszym rozwiązaniem

Zdecydowana większość postępowań upadłościowych otwieranych w Polsce do końca 2015 polegała na likwidacji majątku. Stanowiły one ponad 80% wszystkich upadłości, a od 2012 roku udział upadłości likwidacyjnej we wszystkich upadłościach wzrastał, aby osiągnąć poziom niemal 88% w roku 2015. Dane dla okresu obowiązywania poprzedniej ustawy wyraźnie wskazują, że historycznie ścieżka restrukturyzacyjna (tj. upadłość układowa) była realizowana przez bardzo małą część niewypłacalnych dłużników. Wraz ze zmianami legislacyjnymi zmieniły się znacząco statystyki ogłaszanych postępowań.

### Struktura upadłości przedsiębiorstw w Polsce



- do końca 2016 - upadłości likwidacyjne, a od 2016 - upadłości
- postępowania restrukturyzacyjne
- postępowania upadłości układowej

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Coface<sup>6</sup>

### Struktura postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w Polsce w ciągu 2016 roku



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Coface<sup>6</sup>

Od początku 2016 roku przedsiębiorstwa, oprócz dotychczasowej upadłości obejmującej likwidację majątku, mają możliwość wyboru łącznie czterech ścieżek postępowań restrukturyzacyjnych. Dodatkowo postępowania restrukturyzacyjne mogą obejmować nie tylko przedsiębiorstwa niewypłacalne, ale również zagrożone niewypłacalnością. W 2016 roku z nowych form postępowania, po decyzji sądu o jego otwarciu, skorzystały łącznie 204 podmioty, w stosunku do kolejnych 26 ogłoszono upadłość układową (co było wynikiem rozpatrzenia wniosków złożonych jeszcze przed 2016 rokiem) przy 530 postępowaniach upadłościowych ogółem. Oznacza to, że aż 30% wszystkich otwartych w 2016 roku postępowań stanowiły postępowania o charakterze restrukturyzacyjnym.

W ramach postępowań restrukturyzacyjnych w 2016 roku najczęściej otwierano przyspieszone postępowania układowe oraz postępowania sanacyjne.

6. Raport „Upadłość i restrukturyzacja w Polsce w 2016 roku”, Coface, 2 stycznia 2017

### **3** *Przewidywanie upadłości*

---





## 3. Przewidywanie upadłości

### 3.1 Przewidywanie upadłości w badaniach naukowych

Przewidywanie upadłości ma już prawie stuletnią tradycję. Prawdziwy przełom w tej dziedzinie nastąpił jednak dopiero pod koniec lat 60. ubiegłego stulecia, gdy swoje prace opublikowali William Beaver i Edward Altman. Choć Beavera można uznać za prekursora nowoczesnego podejścia do przewidywania upadłości, to za najważniejszego badacza zajmującego się tą tematyką, uważany jest Altman. Metoda zaproponowana przez Beavera, mimo istotnego przesunięcia granic poznawczych, pozostawała metodą jednoczynnikową. Tymczasem Altman zaproponował rozwiązanie, które było jakościowym skokiem – wieloczynnikową analizę dyskryminacyjną.

Artykuł Altmana, prezentujący wyniki zastosowania tego rozwiązania do przetworzenia danych finansowych amerykańskich spółek przemysłowych w celu otrzymania prostego klasyfikatora wczesnego ostrzegania typu „bankrut/nie-bankrut”, należy dziś do najczęściej cytowanych artykułów ekonomicznych. Sam Altman uczestniczył później w opracowywaniu modeli przewidywania upadłości dostosowanych do krajowej specyfiki między innymi w Australii, Brazylii i Kanadzie.

Prace nad modelami prognozowania upadłości adekwatnymi do sytuacji przedsiębiorstw prowadzących działalność w Polsce rozpoczęły się na przełomie lat 80. i 90. minionego stulecia. Prekursorką tych działań była Elżbieta Mączyńska, która w 1994 roku zaproponowała „szybki test”, czyli metodę oceny zagrożenia upadłością polegającą na indywidualnej ocenie czterech wskaźników finansowych. Stworzyła także pierwszy polski model prognozowania upadłości. W kolejnych latach, opracowanych zostało kilkadziesiąt innych modeli prognozowania upadłości dostosowanych do specyfiki polskiego rynku.

### 3.2 Dwa rodzaje prognozowania: prognozowanie problemów i prognozowanie stabilności

Zasadniczym celem korzystania z modeli prognozowania upadłości jest odróżnienie podmiotów zdrowych od tych z problemami. Kluczową kwestią w dyskusji na temat predykcji upadłości jest zatem sprawność modeli predykcji, w sensie trafności klasyfikowania przedsiębiorstw jako potencjalnych bankrutów i nie-bankrutów. Możemy mówić o trzech rodzajach tak rozumianej sprawności mierzonej w procentach: pierwszego rodzaju, drugiego rodzaju i ogólnej.

Sprawność pierwszego rodzaju informuje o tym, jaką część podmiotów, które faktycznie zbankrutowały, udało się zidentyfikować dzięki modelowi (tj. jeżeli sprawność pierwszego rodzaju wynosi 70%, to oznacza, że dany model pozwala zidentyfikować z wyprzedzeniem 70% przyszłych bankructw – bada się tu wyłącznie firmy-bankrutów).

Jeżeli chodzi o sprawność drugiego rodzaju, to odzwierciedla ona celność modelu w wyprzedzającym oznaczaniu firm, które faktycznie nie zbankrutowały, jako nie-bankrutów (operuje się tu wyłącznie na zbiorze podmiotów, które nie zbankrutowały, tj. jeżeli sprawność ta wynosi 80% to oznacza, że model jako nie-bankrutów oznacza 80%, które faktycznie nie zbankrutują w określonej przyszłości).

Innymi słowy, sprawność pierwszego rodzaju to skuteczność przewidywania niewypłacalności, a sprawność drugiego rodzaju to skuteczność potwierdzenia stabilności. Skuteczność ogólna jest natomiast średnią z dwóch wcześniejszych skuteczności.

Najcenniejsze dla użytkowników są modele pomagające prognozować problemy przedsiębiorstw lub ich brak z maksymalnie dużym wyprzedzeniem. W praktyce jednak sprawności modeli są zdecydowanie najwyższe dla najkrótszego okresu prognozy przyjmowanego w tego typu badaniach tj. 1 roku.

### 3.3 Wskaźniki finansowe w modelach prognozowania upadłości

Modele przewidywania upadłości bazują na założeniu, że zagrożenie niewypłacalnością uwidacznia się z pewnym wyprzedzeniem we wskaźnikach finansowych przedsiębiorstwa, zwłaszcza w części z nich. Poszukując wskaźników lepiej niż inne przewidujących niewypłacalność, badacze konstruowali modele składające się z różnych zestawów wskaźników reprezentujących wszystkie obszary tradycyjnej analizy finansowej: płynność, sprawność działania, finansowanie (zadłużenie) i rentowność.

W ramach naszego badania przeanalizowaliśmy 12 polskich modeli prognozowania upadłości. Łącznie w modelach tych wykorzystano około 30 różnych wskaźników finansowych. Oczywiście wiele wskaźników różniło się od siebie nieznacznie oraz większość z nich można zakwalifikować do kilku głównych grup.

W przeanalizowanych przez nas modelach najczęściej wykorzystywane były następujące wskaźniki, które w związku z tym można uznać za szczególnie dobre predyktory upadłości:

- wskaźnik bieżącej płynności (CR – current ratio; aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe),
- wskaźnik ogólnego zadłużenia (DR – debt ratio; zobowiązania i rezerwy/aktywa ogółem),
- wskaźnik płynności szybkiej (QR – quick ratio; (aktywa obrotowe - zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe),
- rentowność aktywów (ROA – return on assets; zysk netto/aktywa ogółem),
- rotacja aktywów (TAT – total asset turnover; przychody ze sprzedaży/aktywa ogółem)
- marża zysku brutto (pre-tax ROS; zysk brutto/przychody ze sprzedaży),
- indeks kapitału obrotowego netto (NWCI – net working capital index; kapitał obrotowy netto/aktywa ogółem),
- cykl zapasów (DIO – days inventory outstanding; (zapasy \* 365)/przychody ze sprzedaży).

Już na pierwszy rzut oka jest widoczne spore zróżnicowanie wykorzystanych miar i ich składowych. W związku z powyższym dokonaliśmy podziału modeli z uwagi na rozłożenie akcentów pomiędzy grupami wskaźników wykorzystanymi w ich konstrukcji. W ten sposób, odchodząc od jakościowej oceny poszczególnych modeli, uogólniliśmy wnioski płynące z analizy przez pryzmat średnich wyników uzyskanych w następujących grupach modeli:

- modele ważone udziałem wskaźników płynności (z przewagą wskaźników takich jak wskaźnik płynności bieżącej i szybkiej oraz indeks kapitału obrotowego netto),

- modele ważone udziałem wskaźników wypłacalności (zadłużenia) (z przewagą wskaźników takich jak dług/EBITDA; zobowiązania/aktywa; kapitał stały/aktywa),
- modele ważone udziałem wskaźników sprawności działania (z przewagą wskaźników takich jak wskaźnik rotacji kapitału obrotowego; przychody/aktywa),
- modele ważone udziałem wskaźników rentowności (z przewagą wskaźników takich jak ROE, ROA, rentowności operacyjnej kapitału własnego, marży operacyjnej, marży brutto ze sprzedaży).

Dla zwiększenia precyzji otrzymanych wniosków zaproponowaliśmy również podejście autorskie jako uszczegółowienie klasycznej klasyfikacji wskaźników. Podejście to odchodzi od obowiązującego w literaturze podziału wskaźników pod względem ich celu (na przykład wskaźniki rentowności) na rzecz spojrzenia opartego na konstrukcji wskaźników. Taka zmiana optyki ma na celu zwrócenie uwagi na najważniejsze, z punktu widzenia przewidywania bankructwa, elementy sprawozdań finansowych. W ten sposób poszczególne grupy wskaźników tworzą miary, których licznik i mianownik są oparte o dane pochodzące z tych samych elementów sprawozdania finansowego spółki.

Ostatecznie analizowane wskaźniki pogrupowaliśmy według następującego klucza:

- modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. P&L” (na przykład: EBIT/przychody),
- modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. bilans nWC” (na przykład: zysk netto/aktywa; EBIT/zobowiązania),
- modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. bilans WC” (na przykład: zysk netto/zapasy),
- modele ważone udziałem wskaźników typu „bilans WC vs. bilans WC lub nWC” (na przykład: zobowiązania handlowe/aktywa ogółem),
- modele ważone udziałem wskaźników typu „bilans nWC vs. bilans nWC” (na przykład: zobowiązania i rezerwy/aktywa ogółem).

Gdzie:

- P&L – oznacza pozycję z rachunku zysków i strat (profit & loss account),
- nWC – oznacza kapitał niepracujący (not working capital),
- WC – oznacza dowolny element kapitału pracującego (working capital).

Wyniki autorskiego podejścia okazały się szczególnie interesujące dla wskaźników rentowności – ich dekompozycja na rentowność kapitałową („P&L vs. bilans nWC”) i marżowość („P&L vs. P&L”) daje bardzo ciekawe wyniki, które opisaliśmy w dalszej części raportu.

### 3.4 Skuteczność polskich modeli przewidywania niewypłacalności

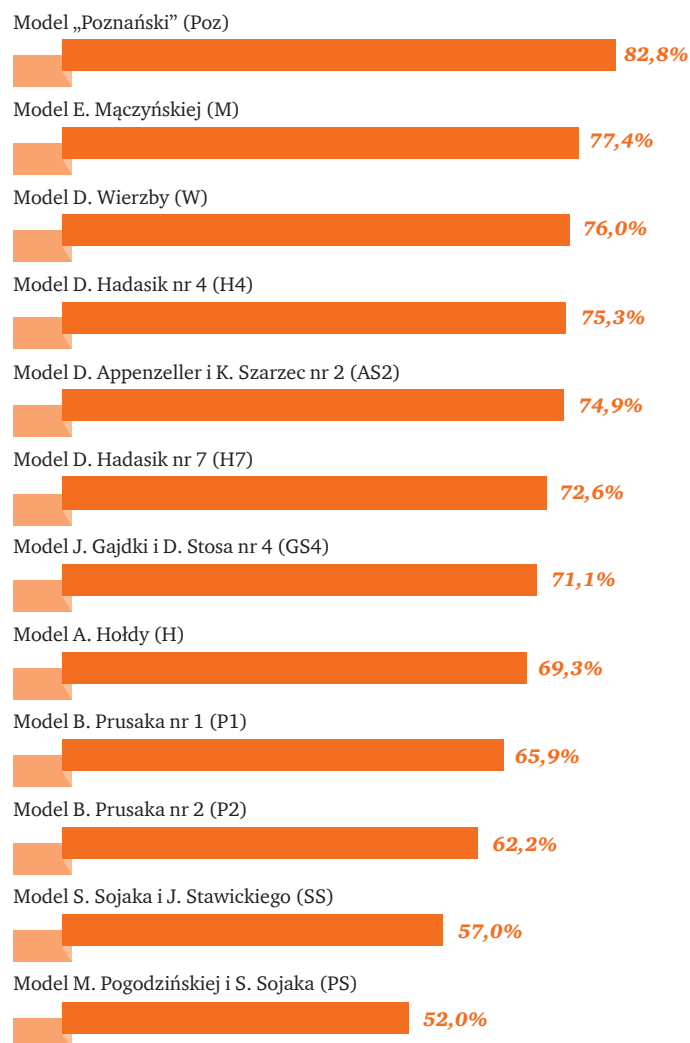
Badanie będące podstawą opracowania naszego raportu przeprowadziliśmy w oparciu o dane dotyczące przedsiębiorstw upadłych lub będących w postępowaniu restrukturyzacyjnym dla próby z lat 2013, 2015 i 2016 oraz podmiotów stabilnych finansowo w całym analizowanym okresie. Nasza próba objęła niemal 700 podmiotów i ponad 250 postępowań z kluczowych sektorów gospodarki: przetwórstwo przemysłowe, budownictwo oraz handel hurtowy i detaliczny.

Wszystkie podmioty niestabilne finansowo podzieliliśmy na dwie grupy:

- upadłości likwidacyjne – podmioty, w stosunku do których ogłoszona została upadłość obejmująca likwidację majątku (do końca 2015 roku lub od 2016 roku upadłość),
- postępowania układowe i restrukturyzacyjne – podmioty, w stosunku do których wdrożone zostały działania naprawcze lub restrukturyzacyjne, czyli postawione w stan upadłości z możliwością zawarcia układu (do końca 2015 roku) oraz podmioty objęte postępowaniem o zatwierdzenie układu, przyspieszonym postępowaniem układowym, postępowaniem układowym lub postępowaniem sanacyjnym (począwszy od początku 2016 roku).

Przeprowadzone badanie potwierdziło wysoką sprawność większości wybranych modeli wczesnego ostrzegania, więc także ich przydatność do prowadzenia dalszych analiz ukierunkowanych na ocenę skuteczności samych wskaźników występujących w ich formułach. Skuteczność ogólna, czyli przeciętna jakość predykcji problemów i predykcji stabilności, większości modeli przekroczyła poziom 70%, a dla jednego z modeli wynosiła niemal 83%. Zaledwie dwa spośród testowanych modeli wykazywały sprawność ogólną poniżej 60% na analizowanej próbie podmiotów.

#### Klasyfikacja modeli predykcji upadłości ze względu na ich sprawność ogólną (tj. zdolność predykcyjną)



Źródło: Opracowanie PwC

## 3.5 Wnioski praktyczne

### 3.5.1 Brak „Świętego Graala”

Grupa modeli, które z największym wyprzedzeniem trafnie wskazywały przyszłych bankrutów, odznaczała się mniejszą skutecznością w klasyfikowaniu zdrowych firm jako nie-bankrutów. Oznacza to wystąpienie kosztu alternatywnego, gdzie ceną za wczesne ostrzeżenie o możliwym bankructwie jest stosunkowo częste zaliczenie stabilnych finansowo spółek do grona podmiotów zagrożonych.

Na szczęście istnieje spora grupa modeli, które spełniły formułowane wobec nich oczekiwania osiągając zadowalającą jakość rozróżnienia spółek zagrożonych od zdrowych. Dotyczy to zwłaszcza tych modeli, które w istotny sposób zostały oparte na wskaźnikach odzwierciedlających wypłacalność oraz sprawność działania.

### Klasyfikacja modeli predykcji upadłości ze względu na ich sprawność ogólną (tj. zdolność predykcyjną)

#### Predykcja problemów

Modele ważone udziałem wskaźników typu „wypłacalność”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „sprawność działania”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „rentowność”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „płynność”



Rok przed złożeniem wniosku

Dwa lata przed złożeniem wniosku

#### Predykcja stabilności

Modele ważone udziałem wskaźników typu „sprawność działania”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „płynność”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „rentowność”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „wypłacalność”



Rok przed złożeniem wniosku

Dwa lata przed złożeniem wniosku

Źródło: Opracowanie PwC

### 3.5.2 Wypłacalność jak papierek lakmusowy

Zdecydowanie największe znaczenie przy wykrywaniu podmiotów zagrożonych bankrutem należy przypisać wskaźnikom wypłacalności (zadłużenia). Wśród nich szczególnie warte uwagi są:

- wskaźnik ogólnego zadłużenia (DR – debt ratio; zobowiązania i rezerwy/aktywa ogółem),
- wskaźnik aktywów obrotowych do długu (CA/D – current assets to debt; aktywa obrotowe/zobowiązania i rezerwy),
- wskaźnik trwałości struktury finansowania (FSR – financing sustainability ratio; kapitał stały/aktywa ogółem),
- dług do EBITDA (D/EBITDA; zobowiązania i rezerwy/(zysk z działalności operacyjnej + amortyzacja)).

Klasyczna grupa wskaźników wypłacalności (zadłużenia) dobrze sobie radzi w wykrywaniu podmiotów zagrożonych bankrutem, a modele oparte o te wskaźniki cechują się zdolnością predykcji upadłości na poziomie przekraczającym 80%. Modele te jednocześnie stosunkowo najgorzej radzą sobie z poprawnym klasyfikowaniem podmiotów zdrowych, czyli względnie często mogą zdrowe podmioty zaliczać do grupy podmiotów z problemami.

### 3.5.3 Sprawność działania efektywnie prognozuje

Wskaźniki sprawności działania mają najwyższą skuteczność w prognozowaniu stabilności – około 85% trafnie zaklasyfikowanych podmiotów w całym okresie badania. Wskaźniki te mają również dosyć wysoką skuteczność w prognozowaniu problemów wynoszącą niemal 73%.

W selekcji podmiotów o niskim prawdopodobieństwie bankrutstwa najlepsze rezultaty powinno dać stosowanie wskaźników takich jak:

- cykl zapasów (DIO – days inventory outstanding; (zapasy \* 365)/przychody ze sprzedaży),
- rotacja aktywów (TAT – total asset turnover; przychody ze sprzedaży/aktywa ogółem),
- cykl należności (DSO – days sales outstanding; (należności krótkoterminowe \* 365)/przychody ze sprzedaży),
- cykl zobowiązań bieżących (DPO – days payable outstanding; (zobowiązania krótkoterminowe \* 365)/koszty operacyjne),
- cykl operacyjny (OC – operating cycle; cykl rotacji zapasów + cykl rotacji należności).

### 3.5.4 Płynność nie tak kluczowa

Ciekawym faktem jest to, że wskaźniki płynności, choć bardzo popularne w analizowanych modelach, mają stosunkowo niewielkie znaczenie w wykrywaniu podmiotów zagrożonych

upadłością. Jednocześnie modele wykorzystujące wskaźniki płynności pozwalają z wysokim prawdopodobieństwem potwierdzić stabilność podmiotu, czyli zakwalifikować go do grup spółek zdrowych.

Kluczowe wskaźniki płynności obejmują:

- wskaźniki płynności bieżącej (CR – current ratio; aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe),
- wskaźniki płynności szybkiej (QR – quick ratio; (aktywa obrotowe - zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe),
- kapitał obrotowy/aktywa (NWCI – net working capital index; kapitał obrotowy netto/aktywa ogółem).

### 3.5.5 Łączenie wskaźników daje najlepsze efekty

Nie dziwi więc fakt, że najlepsze modele (pod kątem jakości rozróżnienia) są oparte jednocześnie o wskaźniki wypłacalności i sprawności działania. Z kolei brak ścisłego związku pomiędzy rentownością a skutecznością modeli jest dosyć nieoczywisty. Prawdopodobnie wynika to z faktu, że klasyczna klasyfikacja wskaźników analizy finansowej łączy w ramach wskaźników rentowności zarówno marżowość, jak i rentowność kapitałową, czyli dwa bardzo odmienne typy rentowności. Jak się okazuje oddzielenie rentowności kapitałowej od marżowości ma znaczenie przy potwierdzeniu stabilności spółek.

### Łączna zdolność predycyjna – jakość prognozowania



Źródło: Opracowanie PwC

### 3.5.6 Dwa oblicza rentowności

Nasze autorskie podejście (będące rozwinięciem klasycznej klasyfikacji wskaźników) ma na celu zwrócenie uwagi na najważniejsze, z punktu widzenia przewidywania bankructwa, elementy sprawozdań finansowych. Już pierwsze wyniki okazały się bardzo interesujące. Dostrzegliśmy, że modele oparte o wskaźniki z grupy „P&L vs. Bilans nWC” utrzymują istotną przewagę w predykcji upadłości nad pozostałymi grupami zmodyfikowanych wskaźników. W tej grupie warto wyróżnić zarówno standardowe wskaźniki, jak ROA (zysk netto / aktywa ogółem), jak również te mniej klasyczne – na przykład obrotowość aktywów (TAT, przychody ze sprzedaży / aktywa ogółem).

Stosunkowo niewielkie znaczenie w predykcji upadłości mają natomiast wskaźniki z grup „P&L vs. P&L” (nieco ponad 60% skuteczności w predykcji upadłości). To oznacza, że dla wykrywania podmiotów zagrożonych bankructwem względnie mało znaczące są wskaźniki marżowości. Jest to zaskakujący wniosek, jednak da się go uzasadnić patrząc z perspektywy praktyki życia gospodarczego. Przedsiębiorstwa potrafią bezpiecznie funkcjonować nawet przy niskich marżach, ale pod warunkiem, że potrafią je stabilnie utrzymywać. Z drugiej strony wysoka marżowość jest cechą charakterystyczną dla podmiotów zdrowych – ponad 83% skuteczności w potwierdzeniu stabilności w całym okresie badania, co również jest intuicyjnym wynikiem.

- P&L – oznacza pozycję z rachunku zysków i strat (profit & loss account),
- nWC – oznacza kapitał niepracujący (not working capital),
- WC – oznacza dowolny element kapitału pracującego (working capital).

### Sprawność modeli w rozróżnieniu na grupy wykorzystywanych wskaźników

#### Predykcja problemów

Modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. Bilans nWC”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. P&L”



Rok przed złożeniem wniosku

Dwa lata przed złożeniem wniosku

#### Predykcja stabilności

Modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. P&L”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. Bilans nWC”



Rok przed złożeniem wniosku

Dwa lata przed złożeniem wniosku

#### Łączna zdolność predykcyjna – jakość prognozowania

Modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. Bilans nWC”



Modele ważone udziałem wskaźników typu „P&L vs. P&L”



Rok przed złożeniem wniosku

Dwa lata przed złożeniem wniosku

Źródło: Opracowanie PwC



### 3.5.7 Dwa komplementarne podejścia

Przedstawione przez nas dwa podejścia do analizy wskaźnikowej są komplementarne. Główny wniosek jest taki, że do prognozowania problemów przedsiębiorstw najlepiej nadają się modele przeważone w kierunku wskaźników pochodzących z klasycznej grupy wypłacalności (zadłużenia) i sprawności działania.

Z drugiej strony modele o najwyższej jakości w potwierdzeniu stabilności to te przeważone w kierunku wskaźników płynności, sprawności działania i, częściowo, rentowności. W zakresie rentowności ciekawe wnioski płyną z przyjętego autorskiego podejścia, w ramach którego dokonaliśmy rozbicia grupy wskaźników rentowności na marżowość i rentowność kapitałową. Okazuje się bowiem, że koncentracja na marżowości (marża zysku netto, marża EBITDA), a nie na rentowności kapitałowej (np. ROE, ROA), daje lepsze rezultaty przy potwierdzeniu stabilności spółek.

Połączenie obu przedstawionych podejść może zatem pozwolić na bardziej precyzyjne typowanie wskaźników optymalnych z punktu widzenia efektywnego monitoringu kondycji przedsiębiorstwa. Oznacza to, że z perspektywy wierzycieli, dla bezpieczeństwa nadzoru nad dłużnikami i separacji tych stabilnych od tych niestabilnych, należałoby zawsze posługiwać się dwoma typami wskaźników stanowiących kowenanty finansowania, monitorującymi zarówno poziom zadłużenia (w tym najbardziej standardowy kowenant w postaci wskaźnika Dług netto / EBITDA), ale również związanymi z kapitałem obrotowym czy płynnością. Dopiero takie połączenie monitorowanych wskaźników może dać kompleksowy obraz sytuacji przedsiębiorstwa, będąc istotnie sprawniejszym systemem ostrzegania o potencjalnych trudnościach niż system oparty wyłącznie o jeden z typów wskaźników.



4

*Czy zmiany w prawie wpływają  
na szybsze reagowanie  
przedsiębiorstw na problemy?*

---



## 4. Czy zmiany w prawie wpływają na szybsze reagowanie przedsiębiorstw na problemy?

Dotychczasowe doświadczenia, szczególnie te sprzed 2016 roku, pokazały, że stosunkowo często sam fakt ogłoszenia upadłości uniemożliwiał przeprowadzenie skutecznej restrukturyzacji. Działo się tak, ponieważ następowała swoista „stygmatyzacja” podmiotów z tej grupy i utrudniała im ona działalność operacyjną. Zdarzało się, iż samo pojawienie się słów „w upadłości układowej” w nazwie podmiotu sprawiało, że dotychczasowi kontrahenci rezygnowali ze współpracy z upadłym podmiotem lub istotnie zmieniali warunki takiej współpracy, co dodatkowo pogarszało sytuację ekonomiczną podmiotu i zmniejszało szanse na osiągnięcie układu.

Wprowadzenie jasnego rozdziału pomiędzy upadłością a restrukturyzacją miało oddzielić podmioty borykające się z poważnymi problemami finansowymi (upadłość) od tych, których sytuacja daje im jeszcze szanse na przetrwanie (restrukturyzacja). Jednocześnie nowe prawo, oferując nowe narzędzia restrukturyzacji, ma skłaniać podmioty w takiej sytuacji do szybszego rozpoczynania dialogu z wierzycielami i podejmowania działań naprawczych.

Postawiliśmy i zweryfikowaliśmy hipotezę: „Czy pod wpływem nowelizacji prawa przedsiębiorcy faktycznie szybciej reagują na problemy finansowe, co skutkuje wcześniejszym otwieraniem postępowań o charakterze restrukturyzacyjnym niż miało to miejsce przed zmianami legislacyjnymi”.

### 4.1 W jaki sposób zweryfikowaliśmy naszą hipotezę?

W celu zweryfikowania postawionej hipotezy oszacowaliśmy średni czas pomiędzy pojawieniem się sygnału o problemach finansowych przedsiębiorstwa<sup>7</sup> a datą złożenia wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego lub upadłościowego. Czas ten nazwaliśmy "okresem sygnałnym". W analizie patrzyliśmy wyłącznie na 5 modeli prognozowania upadłości o najwyższej jakości rozróżnienia.

W związku ze zmianą prawa i rozdzieleniem, począwszy od 2016 roku, prawa upadłościowego od restrukturyzacyjnego, w badaniu dokonaliśmy podziału podmiotów na dwie rozłączne grupy. W rezultacie tego dla każdego roku badania uformowaliśmy dwie grupy o zbliżonej liczebności, z których jedną stanowiły podmioty w postępowaniach o charakterze restrukturyzacyjnym, a drugą – podmioty w postępowaniach o charakterze likwidacyjnym.

#### Schemat

	Próba dla lat 2013 i 2015	Próba dla roku 2016
Postępowania o charakterze restrukturyzacyjnym	Upadłości układowe	Postępowania restrukturyzacyjne
Postępowania o charakterze likwidacyjnym	Upadłości likwidacyjne	Postępowania upadłościowe

Z analitycznego punktu widzenia brak zwłoki w składaniu wniosków o postępowania o charakterze restrukturyzacyjnym powinien przełożyć się na znaczące różnice w długości okresów sygnałnych pomiędzy grupą podmiotów objętych postępowaniami o charakterze restrukturyzacyjnym a grupą podmiotów w postępowaniach o charakterze likwidacyjnym. Dodatkowo, w razie materialnego wpływu zmian prawa na rzeczywistość gospodarczą, powinniśmy zaobserwować różnicę pomiędzy średnim okresem sygnałnym dla obserwacji sprzed 2016 roku (tj. pod rządami poprzednich przepisów) i dla obserwacji z okresu zaczynającego się wraz z początkiem 2016 roku.

7. Sygnał o problemach finansowych przedsiębiorstwa definiujemy jako moment odnotowania spadku wartości funkcji dyskryminacyjnej wykorzystanej w modelu predykcji poniżej przyjętej w nim wartości

## 4.2 Zmiana przepisów skróciła czas reakcji przedsiębiorców

Przeprowadzone analizy wykazały potwierdzenie postawionej przez nas hipotezy w danych empirycznych. Dla wszystkich analizowanych modeli okres pomiędzy wystąpieniem sygnału o problemach finansowych przedsiębiorstwa a datą złożenia wniosku o rozpoczęcie postępowania restrukturyzacyjnego skrócił się wyraźnie w 2016 roku w porównaniu do analizowanych lat poprzedzających zmiany w prawodawstwie.

Dla postępowań upadłości układowej (tj. przed zmianą prawa) mediana okresu sygnałowego dla analizowanych modeli wynosiła około 16 miesięcy, zaś dla postępowań restrukturyzacyjnych (tj. po zmianie prawa) już tylko około 10 miesięcy.

Dla kontrastu przeciętna długość okresu sygnałowego dla postępowania likwidacyjnego i upadłościowego nie uległa materialnej zmianie (około 21 miesięcy roku przed zmianą, wobec około 20 miesięcy po zmianie przepisów). Wynik ten jest spójny z naszymi oczekiwaniami sprzed analizy. Pomimo znacznych zmian prawnych w przesłankach do ogłoszenia upadłości wprowadzonych zmianami przepisów obowiązujących od początku 2016, zmiany te nie wpływają na moment ogłoszenia upadłości, a raczej na zmniejszenie ryzyk i odpowiedzialności zarządów przedsiębiorstw z tytułu zbyt późnego złożenia wniosków o ogłoszenie upadłości.

Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że wprowadzone zmiany przepisów stworzyły bodźce do szybszego podejmowania przez przedsiębiorców działań z zakresu restrukturyzacji sądowych. Wprawdzie z uwagi na krótki horyzont analizy, wskazana będzie realizacja podobnego badania na większej próbie (czyli po upływie dłuższego obowiązywania obecnego prawa), to zebrane wyniki weryfikacji modeli wyraźnie wspierają wniosek o pozytywnym wpływie zmian w prawie na skłonność przedsiębiorców do szybszego reagowania na problemy finansowe. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, iż znaczna część postępowań restrukturyzacyjnych rozpoczętych w 2016 roku jeszcze się nie zakończyła. Od sukcesu tych procesów, może zależeć utrzymanie trendu wcześniejszego niż w latach poprzednich sięgania przez przedsiębiorców po narzędzia restrukturyzacji sądowej.

### Przeciętny czas składania wniosków o otwarcie postępowań (w miesiącach)

#### Postępowania układowe i restrukturyzacyjne

##### Czas od sygnału o problemach do złożenia wniosku

Przed zmianą prawa



Po zmianie prawa



Źródło: Opracowanie PwC

#### Postępowania likwidacyjne i upadłościowe

##### Czas od sygnału o problemach do złożenia wniosku

Przed zmianą prawa



Po zmianie prawa



Źródło: Opracowanie PwC

## Podsumowanie

---

Nasze badanie zostało przeprowadzone z użyciem grupy kilkunastu polskich modeli wczesnego ostrzegania. W pierwszym etapie przetestowaliśmy skuteczność modeli, co pozwoliło nam na kontynuowanie badań na węższej grupie modeli w kierunku poszukiwania odpowiedzi na interesujące nas pytania.

### **Wskaźniki kluczowe dla prognozowania upadłości i stabilności funkcjonowania**

W pierwszej kolejności chcieliśmy określić, jakie wskaźnik są szczególnie istotne pod kątem ich zdolności do prognozowania problemów i stabilności przedsiębiorstw. Uzyskane przez nas w tym zakresie wnioski potwierdzają, że w świecie finansów brak jest jednego, najlepszego sposobu na prognozowanie problemów ekonomicznych firm i ich upadłości.

Najsukuteczniejsze w prognozowaniu upadłości są modele przeważone w kierunku wskaźników wypłacalności i sprawności działania. Ceną za wczesne ostrzeżenie o możliwym bankructwie jest jednak stosunkowo częste zaliczenie stabilnych finansowo spółek do grona podmiotów zagrożonych.

Ważnym spostrzeżeniem jest również stosunkowo niewielkie znaczenie wskaźników płynności w wykrywaniu spółek zagrożonych upadłością. Niskie wartości tych wskaźników można bowiem często powiązać z optymalizacją zarządzania gotówką, dostępem linii kredytowych czy też możliwością otrzymywania wsparcia od spółek powiązanych. Jednakże wskaźniki płynności były wysoce skuteczne w potwierdzeniu stabilności funkcjonowania.

W świetle uzyskanych przez nas rezultatów optymalnym rozwiązaniem jest jednoczesne ujęcie w procesie oceny ryzyka bankructwa wskaźników z grup wypłacalności i sprawności działania oraz płynności. Łączne monitorowanie tych wskaźników zwiększa szanse na skuteczną separację podmiotów zdrowych od tych z problemami.

Z perspektywy powyższych wniosków monitoring sytuacji finansowej dłużników bazujący wyłącznie na klasycznych kowenantach zadłużenia może nie być wystarczającym, a znacznie lepsze efekty i potwierdzenie stabilności dłużnika uzyska się obserwując oprócz wskaźników zadłużenia również jego płynność i sprawność działania.

### **Zmiany w prawie a szybkość reakcji dłużników na kłopoty**

Uzyskane wyniki drugiej części naszych badań wskazują na skłonność przedsiębiorców do szybszego składania wniosków o rozpoczęcie postępowań o charakterze restrukturyzacyjnym w 2016 roku, to jest po zmianie prawa, niż miało to miejsce przed jego zmianą. Dla wszystkich czołowych modeli zmierzony w ramach badania czas pomiędzy wystąpieniem sygnału o problemach finansowych a otwarciem postępowania restrukturyzacyjnego skrócił się z 16 do 10 miesięcy, czyli o ponad 35%. Tym samym można uznać, że wprowadzone zmiany legislacyjne osiągnęły swój cel w zakresie zwiększania skłonności przedsiębiorców do szybszej reakcji na kłopoty finansowe.

Jednocześnie ze względu na krótki okres obowiązywania nowych przepisów, uzyskane wyniki powinny być wciąż traktowane wyłącznie kierunkowo, a podobne analizy należałoby powtórzyć w przyszłości, na większej niż obecnie dostępna próbie badawczej.

## **Autorzy**

---

### **Opracowanie:**

**Paweł Dżurak**

**Michał Lewczuk**

**Grzegorz Borodiuk**

**Borys Drajczyk**

### **Redakcja:**

**Ewa Boguszevska**

**Iryna Svitelska**

**Jakub Gołębiowski**

**Wojciech Kuźnicki**

**Witold Wituszyński**



## Zespół ds. finansowania i restrukturyzacji PwC

### Kontakty:

---



**Paweł Dzurak**  
Partner  
E: pawel.dzurak@pl.pwc.com  
T: +48 502 184 697



**Piotr Zdrojewski**  
Dyrektor  
E: piotr.zdrojewski@pl.pwc.com  
T: +48 519 507 015



**Michał Lewczuk**  
Starszy Menedżer  
E: michal.lewczuk@pl.pwc.com  
T: +48 519 507 033



**Grzegorz Borodiuk**  
Starszy Menedżer  
E: grzegorz.borodiuk@pl.pwc.com  
T: +48 519 507 431



**Borys Drajczyk**  
Menedżer, Licencjonowany Doradca  
Restrukturyzacyjny  
E: borys.drajczyk@pl.pwc.com  
T: +48 519 506 495

Więcej:

[pwc.pl/doradztwo-restrukturyzacyjne](http://pwc.pl/doradztwo-restrukturyzacyjne)

