

Dr Wiktor Patena

kierownik Zakładu Finansów i Rachunkowości
Wyższa Szkoła Biznesu – National-Louis University w Nowym Sączu

Dr Krzysztof Maślankowski

Katedra Rachunkowości, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2010-0009>

Standardy wyceny przedsiębiorstw – nowa propozycja

Wprowadzenie

W wielu krajach na świecie od lat istnieją standardy szacowania wartości przedsiębiorstwa. Dotyczą one zakresu wiedzy, jaką musi dysponować wykonawca wyceny, oraz metodyki wykonania wyceny. Zostały one wypracowane zwykle przez zawodowe organizacje zrzeszające osoby zajmujące się sporządzaniem wycen: organizacje zrzeszające biegłych księgowych, rzeczoznawców majątkowych lub wyspecjalizowane instytucje zajmujące się wyłącznie wyceną przedsiębiorstw. Ekspertów z zakresu wyceny przedsiębiorstwa obowiązują skodyfikowane procedury i normy postępowania, co gwarantuje porównywalność wycen i łatwość ich weryfikacji. Sytuacja taka przyczynia się też do bezpieczeństwa obrotu gospodarczego.

Polska jest wyjątkiem. Wyceną przedsiębiorstw zajmują się firmy doradcze, biegli księgowi, rzeczoznawcy majątkowi, pracownicy naukowci. Każdy wypracowuje własne podejście do wyceny, najczęściej metodą prób i błędów, jako że autorzy klasycznych książek na temat wyceny ograniczają się do rozważań teoretycznych, nie ujawniając kwestii najistotniejszych ani kluczowych szczegółów technicznych. Większość z wyceniających odwołuje się więc do standardów wyceny obowiązujących w krajach o rozwiniętych rynkach kapitałowych, na których wycena nie jest związana jedynie z prywatyzacją państwowego majątku, ale jest standardowym procesem wynikającym ze zmian na rynku: fuzji, przejęć, podziałów majątku firm rodzinnych, kupowania praktyk lekarskich itp. Zdecydowanie na tym etapie rozwoju rynku występuje potrzeba zbudowania polskich standardów wyceny przedsiębiorstw.

Jedyną metodą uwiarygodnienia kwalifikacji osób zajmujących się wyceną jest droga pośrednia: zdobycie kwalifikacji bliskich tematyce związanej z wyceną, tzn. dyplomu biegłego księgowego, uprawnień biegłego sądowego z zakresu wyceny przedsiębiorstw, studia podyplomowe z zakresu wyceny. W rozwiniętych gospodarkach, takich jak amerykańska, kwestie te są klarownie uregulowane. Niemal każdy może sporządzić tzw. *business valuation* (wycenę przedsiębiorstwa), ale tylko osoba z odpowiednimi kwalifikacjami może sporządzić *business appraisal* (oszacowanie wartości przedsiębiorstwa) – dzieło szczegółowe i spełniające wymogi określonych standardów. To drugie wykonać mogą osoby posługujące się następującymi tytułami:

- CBA (*Certified Business Appraiser*) – tytuł przyznawany przez Institute of Business Appraisers po serii egzaminów i po wykonaniu dwóch pełnych dzieł będących oszacowaniem wartości przedsiębiorstwa,
- CVA (*Certified Valuation Analyst*) – tytuł przyznawany biegłym księgowym (Certified Public Accountants) przez National Association of Certified Valuation Analysts na podstawie pełnych kierunkowych studiów i praktyki w zakresie wyceny,
- ASA (*Accredited Senior Appraiser*) – tytuł przyznawany przez American Society of Appraisers na podstawie egzaminu, 5-letniej praktyki i po ocenie wykonanej wyceny.

Wyceniający musi spełniać kryteria narzucone przez obowiązujące w każdej z wymienionych organizacji standardy. Te z kolei muszą być spójne z Uniform Standards of Professional Appraisal Practice narzuconymi przez Kongres USA. Podobna droga czeka zapewne nasze środowisko. Celem niniejszej pracy jest przegląd standardów wycen obowiązujących na świecie, analiza istniejących polskich standardów i próba wytyczenia „mapy drogowej” dla budowania standardów wycen przedsiębiorstw w Polsce.

Standardy wyceny na świecie

W Stanach Zjednoczonych działają trzy ważne organizacje parające się wyceną:

- NACVA (National Association of Certified Valuation Analysts)¹,
- ASA (American Society of Appraisers)²,
- IBA (Institute of Business Appraisers)³.

Każda z nich opracowuje własne standardy, ale z drugiej strony muszą one respektować standardy ogólniejszej natury. W praktyce są do nich podobne, kompatybilne lub odwołują się do dokumentów wyższego rzędu wypracowanych np. przez IRS (Internal Revenue Services), USPAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice – standardy te są opracowywane przez The Appraisal Foundation, organizację autoryzowaną przez Kongres jako źródło standardów dotyczących oszacowania wartości), AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) lub innych traktowanych jako równorzędne, np. CICBV (Canadian Institute of Chartered Business Valuers).

NACVA opracowuje NACVA Professional Standards (ostatnia aktualizacja pochodzi ze stycznia 2008 r.), ASA wypracowała ASA Business Valuation Standards (lipiec 2008 r.), a IBA – Business Appraisal Standards (2008 r.). Inne wspomniane organizacje posługują się następującymi standardami: AICPA – SSVS (Statement of Standards on Valuation Services), CICBV – Standard No 110. Widoczne jest postępujące umiędzynarodowienie prac nad standardami i ich stopniowa unifikacja. Nic dziwnego więc, że większość dokumentów ma podobną strukturę i zawartość. W poniższej tabeli pokazano spis treści NACVA Professional Standards.

Rys. 1. NACVA Professional Standards – spis treści

PREAMBLE, GENERAL, AND ETHICAL STANDARDS
1.1 Preamble
1.2 General and Ethical Standards
MEMBER SERVICES
2.1 Valuation Services
2.2 Other Services
DEVELOPMENT STANDARDS
3.1 General
3.2 Expression of Value
3.3 Identification
3.4 Fundamental Analysis
3.5 Scope Limitations
3.6 Use of Specialist
3.7 Valuation Approaches and Methods
3.8 Rule of Thumb
3.9 Financial Statement Adjustments
3.10 Earnings Determination
3.11 Capitalization/Discount Rate

¹ <http://www.nacva.com>.

² <http://www.appraisers.org>.

³ <http://www.go-iba.org>.

3.12 Marketability, Control, and Other Premiums and Discounts
3.13 Documentation
REPORTING STANDARDS
4.1 General
4.2 Form of Report
4.3 Contents of Report
4.4 Litigation Engagements Reporting Standards
OTHER GUIDELINES AND REQUIREMENTS
5.1 Other Requirements
5.2 International Glossary of Business Valuation Terms
EFFECTIVE DATE
6.1 Effective Date

Źródło: <http://www.nacva.com>

Typowo, podstawowe regulacje zawarte w standardach (rys. 1) dotyczą:

- kwestii etycznych,
- zasad korzystania z opinii specjalistów: rzeczoznawców majątkowych, biegłych księgowych, itp.,
- wyboru metod wyceny,
- zakresu analizy ekonomicznej i finansowej,
- rodzaju dokumentacji, jaka musi być przedmiotem analizy,
- algorytmy dotyczące obliczania kosztu kapitału,
- aktualności używanych benchmarków.

Poza ogólnymi wytycznymi dotyczącymi pracy wyceniającego, najbardziej interesujące są: układ i zawartość samego raportu o wycenie i zawarte w standardach treści dotyczące metod wyceny. W standardach ASA wyodrębnia się trzy metody wyceny. Jest o nich mowa w dziale BVS-III (Asset-Based Approach to Business Valuation), BVS-IV (Income Approach to Business Valuation) i BVS-V (Market Approach to Business Valuation). Nie inaczej jest w przypadku standardów AIC-PA. W rozdziale o metodach wyceny sugeruje się, że wyceniający powinien rozważyć trzy podejścia: *income approach*, *asset approach* i *market approach*. Generalnie we wszystkich standardach sugeruje się stosowanie tych właśnie trzech metod: podejścia dochodowego, podejścia odwołującego się do wartości rynkowych (w Polsce zwanego porównawczym lub mnożnikowym) oraz podejścia odwołującego się do wartości samych aktywów.

Metody te są stosownie opisane. Dla przykładu, w standardach ASA podejście rynkowe (*market based approach*) to sposób określenia wartości firmy, udziałów, instrumentu finansowego lub aktywów niematerialnych poprzez użycie metody, która porównuje przedmiot wyceny do podobnego waloru, który podlegał obrotowi. Podejście dochodowe (*income based approach*) to sposób określenia wartości firmy, udziałów, instrumentu finansowego lub aktywów niematerialnych za pomocą metody konwertującej przyszłe oczekiwane korzyści w wartość (z użyciem odpowiedniej stopy dyskontowej i procedur dotyczących wartości pieniądza w czasie). *Asset-based approach* to metoda określenia wartości firmy, udziałów, instrumentu finansowego lub aktywów niematerialnych za pomocą technik określających wartość netto aktywów.

Struktura dokumentu (raportu) wyceny powinna (według standardów IBA) wyglądać następująco:

- opis zadania,
- analiza rynku i branży,
- informacje o firmie,
- analiza finansowa firmy,
- wycena,
- prezentacja wniosków.

Do każdego modułu standardów dołączony jest osobny przewodnik – rodzaj listy pytań testujących (*check list*), weryfikujących bardzo drobiazgowo zgodność dokumentu ze standardami.

Rys. 2. NACVA Professional Standards – sekcja IV, fragment *check list* (tłumaczenie własne)

Metody wyceny – podejście rynkowe (metoda mnożnikowa)

1. Analiza danych rynkowych – spółki publiczne

- a) Czy w dokumencie przedstawiono dokładnie próbę poszukiwania odpowiednich spółek, opisano kryteria wyszukiwawcze, liczbę zidentyfikowanych spółek i powody, dlaczego pewnych spółek nie wzięto pod uwagę?
- b) Czy ujawniono wystarczająco dużo informacji na temat populacji, spośród której wyselekcjonowano spółki do porównania?
- c) Czy wszystkie kwalifikujące się spółki z danej populacji zostały wzięte pod uwagę?
- d) Czy daty transakcji są wystarczająco bliskie dacie wyceny? Czy ceny rynkowe spółek publicznych pochodzą z dnia bliskiego dacie wyceny?
- e) Należy podać źródła wzrostu zysków spółek wybranych do porównań.
- f) Czy kryteria wyboru spółek zostały właściwie przedyskutowane? Jak wybrano te spółki (wielkość, liczba pracowników, zarząd, lokalizacja, wzrost, dynamika sprzedaży, CR, QR, rotacja należności, ROA, ROE, rotacja zobowiązań, zapasów, zysk brutto, netto, zysk operacyjny, EBIT-DA, rotacja aktywów, stopa zadłużenia, stopa zadłużenia całkowitego)? Należy dostarczyć źródła informacji.
- g) Czy w raporcie jasno podano, które mnożniki zostały użyte i dlaczego są one właściwe lub nie?
- h) Czy uzasadniono użycie średnich mnożników?

Źródło: <http://www.nacva.com>

Co do wyboru metody w żadnym z omawianych standardów nie stosuje się algorytmów. W standardach ASA sugeruje się: „użyte metody wyceny muszą wynikać z profesjonalnej oceny wyceniającego. Wyboru należy dokonać, biorąc pod uwagę, która metoda jest koncepcyjnie najodpowiedniejsza oraz jakie dane są najbardziej dostępne i wiarygodne”⁴. Nadmienia się jednakże, że podejście *asset-based* nie powinno być nigdy stosowane jako jedyna używana przy wycenie metoda. Decyzja dotycząca wyboru metody na jakiej oparty jest ostateczny wynik ma być wynikiem osądu wyceniającego, a nie uprzednio zdefiniowanej formuły. W przypadku używania kilku metod, wyceniający jest zobowiązany do podania uzasadnienia wag użytych przy obliczaniu średniej ważonej. Powinien przy tym powołać się np. na standardy wyceny, które mają zastosowanie, cel wyceny, specyfikę firmy (np. firma posiada aktywa nieoperacyjne o znacznej wartości), jakość danych używanych przy wycenie.

W standardach IBA⁵ mówi się, że wyceniający powinien zakomunikować, jakie metody rozważył i podać podstawę odrzucenia jednych i wyboru innych. Dopuszczalne jest podanie przedziału wartości, szczególnie w przypadku użycia kilku metod.

W standardach AICPA⁶ każe się rozważać trzy metody. Przy metodzie wartości skorygowanej aktywów netto (*adjusted net asset metod*) należy zidentyfikować aktywa oraz pasywa, oszacować ich wartość, a jeśli zachodzi potrzeba, oszacować także koszty związane z likwidacją. Wyceniający powinien użyć stosownych metod wyceny zależnie od przedmiotu wyceny. Konkludując, wyceniający powinien skorelować rezultaty otrzymane za pomocą różnych metod, ocenić wiarygodność

⁴ <http://www.appraisers.org>.

⁵ <http://www.go-iba.org>.

⁶ www.aicpa.org.

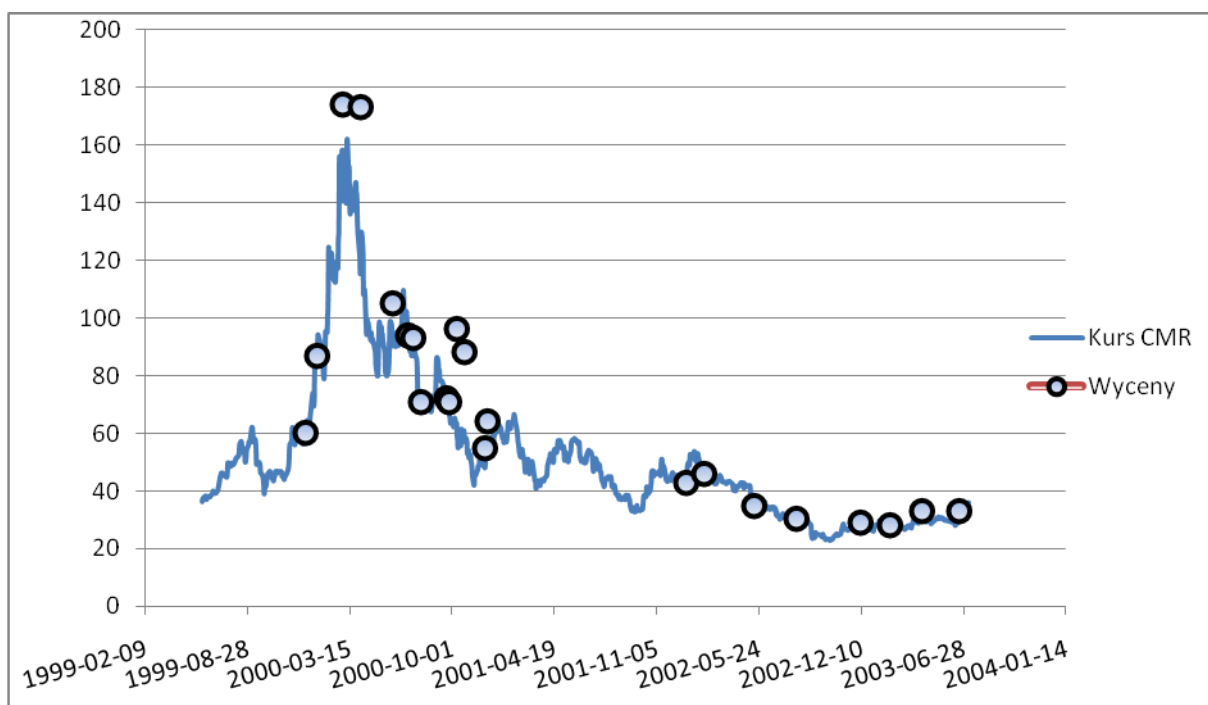
wyników, biorąc pod uwagę informacje zebrane w trakcie wykonywania zlecenia, i postanowić, czy wartość ostateczna będzie wynikiem jednej metody czy kombinacją kilku⁷.

Standardy wyceny w Polsce

W Polsce standardy wyceny przedsiębiorstw wypracowywane są powoli od początku lat 90. W tle tego procesu toczą się przekształcenia własnościowe, głównie przedsiębiorstw państwowych. Właśnie dla potrzeb procesów prywatyzacyjnych powstały regulacje prawne, które do dziś są punktem wyjścia i wyznacznikiem tworzenia standardów. Procesy prywatyzacyjne będą jednak ustępowały miejsca transakcjom prywatnym. W polskiej gospodarce zachodzą naturalne procesy zmian właścicielskich, fuzji, podziałów, przejęć – elementem *sine qua non* takich zmian jest zawsze wycena przedsiębiorstwa. Dla bezpieczeństwa obrotu gospodarczego ważne jest, aby proces wyceny przedsiębiorstw, w tym wybór metod wyceny, był zestandaryzowany – dopiero wtedy wyceny spełnią wymóg porównywalności, a rynek uniknie transakcji opartych na błędnych przesłankach. Standardy takie istnieją już w wielu krajach (USA, Wielka Brytania, Kanada, Australia, Chiny, Czechy)⁸.

Ponadto wyceny są ważne dla racjonalności decyzji podejmowanych przez inwestorów giełdowych. Duża część z nich, pomimo rosnącego znaczenia finansów behawioralnych, podejmuje decyzje w oparciu o przesłanki fundamentalne. Dotyczy to głównie inwestycji długoterminowych. Oczywiście przekonanie, że same standardy wyceny sprawią, że wyceny będą bardziej miarodajne, a inwestorzy bardziej racjonalni, jest mylne. Wyceny, i to te oparte na metodach majątkowych i dochodowych, zależą od aktualnych transakcji oraz perspektyw rozwoju danej branży czy całego rynku. W praktyce, wyceny fundamentalne spółek dokonywane przez analityków często pokrywają się z cenami rynkowymi.

Rys. 3. Wycena versus wartość rynkowa



Źródło: S. Buczek, M. Pietrzak, *Stadne zachowania analityków*, „Parkiet”, 6–8 marca 2004, s. 14

⁷ AICPA SSVS Implementation Guide III, Exhibit 24).

⁸ P. Szymański, *Standardy wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie i ocena wyników przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe nr 520, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008.

Na rys. 3 można obserwować wyniki badania przeprowadzonego przez dziennik „Parkiet”⁹. Autorzy pytali, „czy analitycy są w stanie w sposób obiektywny policzyć wartość fundamentalną spółki, czy też raczej tak dobierają parametry służące wycenie, aby otrzymać wartość zbliżoną do ceny rynkowej?”. Autorzy zebrali 71 raportów analitycznych sporządzonych przez analityków różnych biur maklerskich i banków dotyczących kilku spółek. Każdy zawierał cenę docelową akcji spółki. Z samego wykresu jasno wynika, że wycena spółki (Comarch) w większości przypadków pokrywa się z jej ceną rynkową. Akcje są wysoko wyceniane w okresie hossy, a pogorszeniu nastrojów towarzyszą coraz niższe wyceny. W skrajnym przypadku wyceny na poziomie 177 i 66 dzieli zaledwie 6 miesięcy. Posługiwano się głównie metodami mnożnikowymi i dochodowymi. W wycenach wykonywanych za pomocą metody dochodowej wyodrębniano okres szczegółowej prognozy, jego długość wahała się jednak od 5 do 12 lat, dla okresu wykraczającego poza te prognozy wyznaczano wartość rezydualną, stosując model stałego wzrostu. Do oszacowania kosztu kapitału najczęściej stosowano CAPM, w kilku przypadkach do stopy wolnej od ryzyka dodano arbitralnie określoną premię za ryzyko, a w kilku kolejnych nie określono sposobu wyznaczania kosztu kapitału. Wartości rezydualne były bardzo wysokie, co było między innymi skutkiem przyjmowania wysokich stóp stałego wzrostu (od 4,5 do 7%). W przypadku metod mnożnikowych każdy analityk posługiwał się odrębną, przyjętą przez siebie metodologią polegającą na indywidualnym doborze mnożników, wyborze spółek uznanych za porównywalne i na uwzględnieniu w wycenie wybranych danych historycznych.

Wnioski z omówionej analizy są następujące: prognozy wydawane w tym okresie zasadniczo różnią się od wyników faktycznie osiągniętych przez spółki, prognozy generowane w okresie hossy były zbyt optymistyczne w odniesieniu do wartości rzeczywiście osiągniętych przez spółki, potem wraz z pogarszającą się sytuacją na giełdzie analitycy rewidowali prognozy w dół. Takie stadne zachowania analityków wynikały z psychologii, wyceny na podobnym poziomie jak wiele innych dawały poczucie bezpieczeństwa bycia w „tym samym giełdowym peletonie”. Dla usprawiedliwienia wyceniających należy dodać, że same spółki bardzo optymistycznie wyrażały się o swojej przyszłości w okresie hossy, co przekładało się z kolei na założenia czynione do dokumentów *pro forma* i same wyceny. Jedynie nieliczni stwierdzali, że wyceny są „oderwane od fundamentów, a wycena działalności spółki uzasadnia jedynie 61% wyceny rynkowej”¹⁰. Dodatkowo, brak przejrzystości w doborze parametrów, generalnie brak standardów wyceny sprzyjał manipulacji. Mało kto posuwa się do podejrzeń o związek między nierzetelnymi rekomendacjami a interesami ich wystawców¹¹, raczej stwierdzano, że w trakcie hossy fala entuzjazmu udziela się także analitykom. Należy też dodać, że wadą szczególnie metod dochodowych jest spory stopień subiektywizmu i swobody w doborze parametrów, a ryzyko popełnienia błędu w szacunku wartości przedsiębiorstwa jest duże, szczególnie w warunkach niestabilności na rynku oraz branż (takich jak IT), w których wycena oparta jest w sporym stopniu na szacowaniu potencjału wzrostu w przyszłości.

Lekarstwem na opisane wyżej sytuacje może być wprowadzenie standaryzacji i procedur w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Standaryzacja zredukuje stopień subiektywizmu obecny w wycenach, ponadto wyceny wykonywane w oparciu o identyczne wymogi staną się porównywalne i łatwiej weryfikowalne.

Na razie pewne standardy są stosowane jedynie w instytucjach państwowych¹² w odniesieniu do analiz przedprywatyzacyjnych. Prywatyzacja została zapoczątkowana ustawą z 12 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, zastąpioną potem ustawą z 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych¹³.

⁹ S. Buczek, M. Pietrzak, *Stadne zachowania analityków*, „Parkiet”, 6–8 marca 2004, s. 14

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ P. Szymański, *Standardy...*, *op.cit.* s. 567.

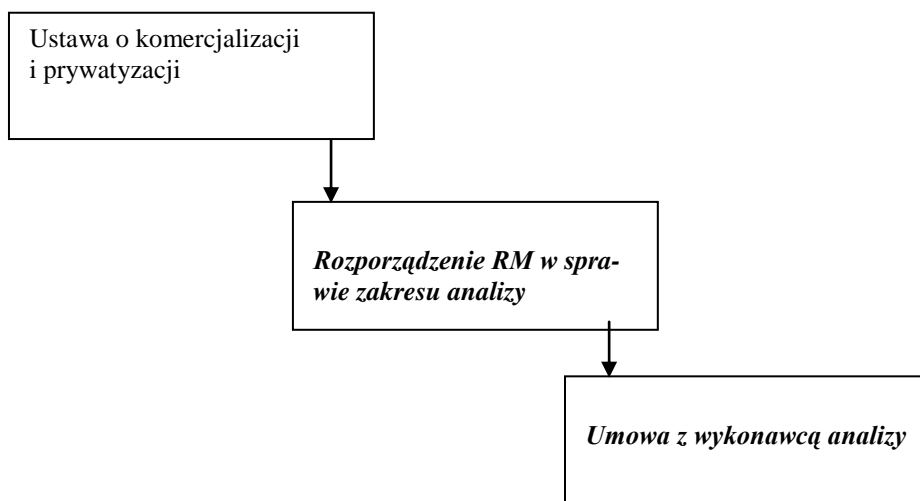
¹² Ministerstwo Skarbu Państwa, Agencja Rozwoju Przemysłu.

¹³ Dalej – „Ustawa”.

Ustawa nie definiuje pojęcia, celu ani funkcji analizy przedprywatyzacyjnej przedsiębiorstwa. Wymagane minimum zawartości poszczególnych aspektów problemowych analizy, w tych odnoszących się do oszacowania wartości przedsiębiorstwa, określa rozporządzenie wykonawcze do ustawy. Jest to rozporządzenie Rady Ministrów z 17 lutego 2009 r. w sprawie zakresu analizy spółki przeprowadzonej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa¹⁴.

Natomiast szczegółowe warunki, jakie ma spełniać przedmiotowa analiza, określa się w umowie o jej wykonanie. Mamy więc do czynienia z trzema poziomami uogólnienia co do analizy sytuacji przedsiębiorstwa. Na najwyższym poziomie uogólnienia znajduje się ustawa i jej regulacje określające, jaką analizę wykonuje się w procesie prywatyzacji, poziom niższy zajmuje rozporządzenie wykonawcze objaśniające, co analiza powinna zawierać, a warunki, jakim analiza ma odpowiadać, by mogła być przydatna zamawiającemu reguluje umowa.

Rys. 4. Analiza przedprywatyzacyjna w wymiarze regulacji prawnych



Źródło: K. Maślankowski, W. Patena, *Standaryzacja metodyki analizy przedsiębiorstwa w procesach przedprywatyzacyjnych*, „Organizacja i Kierowanie” 2009, nr 4(138), s. 85–96

Nowelizacja ustawy z 19 grudnia 2008 r. wprowadziła w stosunku do dotychczasowych regulacji zasadnicze zmiany w zakresie problematyki analizy sytuacji przedsiębiorstwa. Dotychczas obligatoryjny zakres analiz przedprywatyzacyjnych obejmował:

- ustalenie sytuacji prawnej majątku przedsiębiorstwa,
- ustalenie stanu i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa,
- ocenę realizacji obowiązków wynikających z tytułu wymagań ochrony środowiska i ochrony zabytków wchodzących w skład majątku przedsiębiorstwa,
- oszacowanie wartości przedsiębiorstwa.

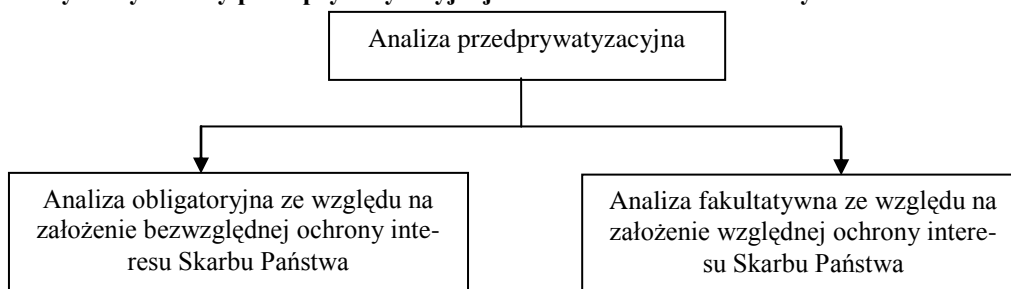
W celu usprawnienia procesu prywatyzacji, poprzez zniesienie jego ograniczeń organizacyjno-prawnych, zakres obligatoryjny ograniczono do ustalenia sytuacji prawnej i oszacowania wartości, a dodano zakres fakultatywny, obejmujący:

- ustalenie stanu i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa,
- ocenę realizacji obowiązków wynikających z tytułu wymagań ochrony środowiska i ochrony zabytków wchodzących w skład majątku przedsiębiorstwa,
- inną, każdorazowo określaną analizę, jeżeli wymaga tego ochrona interesu Skarbu Państwa (art. 32 ust. 1 pkt 2 ustawy).

¹⁴ DzU 2009 r., nr 37, poz. 288.

Oszacowanie wartości pozostało w zakresie obligatoryjnym. Zmienił się nieco kontekst informacyjny dokonywania analizy przedsiębiorstwa. Może on zostać poszerzony decyzją Ministra Skarbu Państwa o dodatkowe analizy, które mogłyby ujawnić potencjalne ryzyka dla efektywności realizowanego procesu lub dodatkowe zasoby kształtujące wartość przedsiębiorstwa. Obszar ten także wymaga szczególnej analizy pod względem standaryzacji algorytmu decyzyjnego, w aspekcie podmiotu określającego i nadzorującego ochronę interesu Skarbu Państwa oraz podmiotu obowiązującego dbać o tę ochronę.

Rys. 5. Wymiary analizy przedprywatyzacyjnej w świetle założenia ochrony interesu Skarbu Państwa



Źródło: K. Maślankowski, W. Patena, *op.cit.*, s. 85–96

Ustawodawca w § 5 ust. 1 Rozporządzenia wskazał, że oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jest dokonywane przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród następujących:

- zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych,
- wartości odtworzeniowej,
- wartości skorygowanej aktywów netto,
- rynkowej wartości likwidacyjnej,
- przy zastosowaniu mnożnika zysku.

De facto normy przeprowadzania analizy przedsiębiorstwa w trakcie analiz przedprywatyzacyjnych określone Rozporządzeniem, w szczególności te dotyczące szacowania wartości przedsiębiorstwa, stały się standardem obowiązującym w całej gospodarce. Na razie standardy (dalej: zakres czynności) te funkcjonują jako dokument wewnętrzny¹⁵, wytyczne w formie załącznika dołączane są każdorazowo do umowy z wykonawcą dzieła dotyczącego oszacowania wartości¹⁶. Według zakresu czynności oszacowanie wartości spółki jest dokonywane przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, m.in. spośród pięciu podanych w Rozporządzeniu RM z 2009 r.¹⁷. Wyboru metody wyceny, wymagającego uzasadnienia, dokonuje się w zależności od sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki.

W warunkach ogólnych zastrzega się m.in., że oszacowanie wartości przedsiębiorstwa Spółki dokonywane jest na podstawie „odpowiednio zweryfikowanych przez wykonawcę materiałów źródłowych, danych i informacji, pozyskanych i/lub wygenerowanych przez wykonawcę w celu należytego wykonania zamówionego dzieła”. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa ma się składać z trzech części: formalnej, merytorycznej i podsumowującej. Część formalna ma zawierać między innymi:

- „zdefiniowanie przedmiotu, celu i zakresu oszacowania wartości przedsiębiorstwa, w tym prezentację syntetycznej charakterystyki przedsiębiorstwa, określającej w szczególności ak-

¹⁵ Czynności wchodzące w zakres obowiązków wykonawcy. Oszacowanie wartości spółki. Załącznik do umowy, materiały wewnętrznego użytku, MSP 2009.

¹⁶ Podobne standardy funkcjonują także w odniesieniu do analiz przedprywatyzacyjnych z innego zakresu, jak analiza sytuacji prawnej majątku spółki lub analiza realizacji obowiązków wynikających z wymagań dotyczących ochrony środowiska).

¹⁷ Zgodnie z § 3 ust. 1 Rozporządzenia Rady Ministrów z 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy spółki, przeprowadzanej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa

tualną strukturę kapitału założycielskiego oraz określenie charakteru (standardu) i interpretację uzyskanej wartości (wyniku oszacowania);

- wskazanie przedmiotu i zakresu wykorzystywanych do oszacowania wartości przedsiębiorstwa danych, informacji i materiałów źródłowych (...);
- merytoryczne uzasadnienie wybranych przez wykonawcę i zastosowanych w oszacowaniu rynkowych metod wyceny wartości przedsiębiorstwa wraz z oceną wpływu tego wyboru na ustaloną wartość. Wybór metody powinien być w szczególności uzależniony od specyfiki posiadanych przez spółkę zasobów i sposobu wykorzystywania ich w prowadzonej działalności gospodarczej oraz uwzględniać uprawdopodobnioną ekspercko przez wykonawcę ich zdolność sprzedaży w ramach przedsiębiorstwa¹⁸.

Wytyczne dotyczące części merytorycznej odnoszą się do różnych metod wyceny. W przypadku oszacowania wartości przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych ta część powinna zawierać m.in.:

- „syntetyczny plan rozwoju, w tym struktury kapitałowej spółki, opracowany przez wykonawcę na podstawie eksperckiej analizy i weryfikacji materiałów źródłowych, danych i informacji określających stan i perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa. W przypadku zróżnicowanego w okresie prognozy istotnego i uzasadnionego przez wykonawcę wahania podstawowych kategorii ekonomicznych przedsiębiorstwa należy przeprowadzić prognozę w ujęciu scenariuszowym (np.: wariant optymistyczny, pesymistyczny, umiarkowany);
- określenie okresu prognozy dla ustalenia wielkości wolnego przepływu pieniężnego (FCF) wraz z uzasadnieniem, nie krótszego niż okres 5 lat obrotowych lub kalendarzowych. Jeśli oszacowanie jest dokonywane np. na 31 marca, to pierwszy okres obliczeniowy obejmuje 3 kwartały, zaś okresy następne obejmują pełne lata (odpowiednio kalendarzowe lub obrotowe);
- prognoza powinna obejmować tyle okresów, dla których możliwe będzie wiarygodne oszacowanie wielkości FCF. Zasadność zastosowania okresów rocznych uwarunkowana jest w szczególności stabilnością wielkości składowych kategorii FCF;
- analiza historyczna sytuacji ekonomiczno-finansowej oraz strategicznej spółki powinna obejmować okres co najmniej 3 lat i w szczególności służyć identyfikacji źródeł wartości spółki, które należy usystematyzować i scharakteryzować. Podstawą do sporządzenia prognozy jest analiza stanu i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa, której wnioski powinny być skorelowane z ustaleniami oszacowania wartości przedsiębiorstwa spółki;
- prognozowana wielkość amortyzacji powinna być ustalona według stawek i okresów użytkowania właściwych dla poszczególnych składników aktywów. Uśrednianie stawki amortyzacyjnej jest co do zasady zabronione;
- określenie wraz z uzasadnieniem przyjmowanych przez wykonawcę założeń do prognozy wymaganych elementów sprawozdania finansowego;
- przedstawienie historycznych i prognozowanych elementów sprawozdania finansowego wraz z charakterystyką sposobu ustalenia danej wielkości prognozowanej i uzasadnieniem. W przypadku przyjęcia w prognozie danej kategorii na poziomie zerowym w danym okresie lub stałym dla większej niż jednego okresu należy to merytorycznie uzasadnić. Jednocześnie należy zaprezentować odrębną prognozę kosztów amortyzacji, z podziałem na dotyczącą aktywów operacyjnych i pozaoperacyjnych oraz aktywów o charakterze ekonomicznie zwrotnym i niezwrótnym;
- ustalenie zapotrzebowania na kapitał pracujący powinno się opierać co do zasady o prognozowane odrębnie dla poszczególnych okresów prognozy wskaźniki rotacji zapasów, należności z tytułu dostaw i usług od jednostek pozostałych (niepowiązanych) do 12 m-cy,

¹⁸ Czynności wchodzące w zakres obowiązków wykonawcy, *op. cit.*

zobowiązań z tytułu dostaw i usług od jednostek pozostałych (niepowiązanych) do 12 m-cy. Uwzględnienie w aktywach bieżących inwestycji uznawanych za operacyjne wymaga uzasadnienia i konsekwentnego uwzględnienia pozostałej części jako pozaoperacyjnej w ostatecznie uzyskanej wartości przedsiębiorstwa;

- określenie daty stanowiącej pierwszy okres prognozy (modelu DCF);
- określenie, w jakich cenach (bieżących – uwzględniających inflację, czy stałych – nieuwzględniających inflacji) przygotowana jest prognoza wymaganych elementów sprawozdania finansowego, ze wskazaniem przyjętej kategorii miernika i poziomu inflacji dla poszczególnych okresów prognozy wraz z przywołaniem źródła danych. Co do zasady, w warunkach niskiej inflacji preferowana jest kategoria cen zmiennych;
- określenie algorytmu przyjętego do oszacowania dochodowej wartości przedsiębiorstwa w podejściu DCF, ze szczególnym uwzględnieniem części dotyczącej sposobu ustalenia składowych i wartości rezydualnej. Jeśli przyjmowana stała stopa wzrostu FCF po okresie prognozy będzie wyższa niż dynamika PKB i niższa niż planowana inflacja z ostatniego okresu prognozy, to należy zamieścić szczegółowe uzasadnienie. Co do zasady licznik formuły na RV powinien zawierać FCF z ostatniego okresu prognozy przy niskim odchyleniu standardowym tej wielkości względem poszczególnych okresów prognozy;
- określenie algorytmu ustalenia wielkości wolnych przepływów pieniężnych dla poszczególnych okresów prognozy w podejściu przepływów dla wszystkich stron finansujących (FCFF), przy użyciu formuły: *EBIT – efektywny podatek dochodowy od EBIT + amortyzacja – wydatki inwestycyjne na aktywa (+/-) zmiana kapitału pracującego*, z zastrzeżeniem obowiązku przyjęcia w ramach składowych tego algorytmu wyłącznie sfer operacyjnej działalności przedsiębiorstwa;
- w przypadku, gdy spółka nie jest i nie będzie w okresie szczegółowej prognozy finansowana oprocentowanym kapitałem obcym, wielkość wolnego przepływu pieniężnego dla dawców kapitału własnego (FCFE) ustala się co do zasady według formuły: *Zysk netto + amortyzacja – nakłady inwestycyjne w aktywa trwałe (+/-) zmiana kapitału pracującego + wpływ z tytułu pozyskanego kapitału obcego oprocentowanego – wydatki z tytułu spłaty pozyskanego kapitału obcego oprocentowanego* i dyskontuje kosztem kapitału własnego;
- identyfikacja i charakterystyka wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo aktywów pozaoperacyjnych i pasywów finansujących działalność pozaoperacyjną spółki oraz określenie sposobu oszacowania ich wartości rynkowej, a także sposobu uwzględnienia w oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa;
- identyfikacja i charakterystyka finansujących przedsiębiorstwo kapitałów obcych oprocentowanych i pochodnych tego kapitału w postaci: leasingu, factoringu itp., i określenie sposobu oszacowania ich wartości rynkowej oraz uwzględnienia w oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa;
- określenie algorytmu ustalającego koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa. W przypadku stosowania modelu CAPM dla prognozy wymaganych elementów sprawozdania finansowego w cenach bieżących należy w szczególności: (1) stopę zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka przyjąć dla okresu odpowiadającego przyjętemu okresowi prognozy jako stopę nominalną (nieurealnioną o wskaźnik inflacji, właściwy dla danego okresu prognozy) wraz z podaniem źródła danych, (2) nominalną premię rynkową za udostępnienie kapitału własnego należy ustalić w szczególności na podstawie analizy rynkowych stóp zwrotu reprezentatywnych dla wycenianej spółki indeksów giełdowych. Co do zasady należy unikać przyjmowania wielkości przedmiotowej premii na tzw. poziomie eksperckim, podawanym bez uzasadnienia, (3) współczynnik ryzyka systematycznego [beta] powinien być co do zasady ustalony w oparciu o dane porównywalne do wycenianej spółki i być ustalony na podstawie zaprezentowanej, w oparciu o aktualne dane, analizy kowariancji i wariancji ak-

tywów rynku kapitałowego. Niedopuszczalne jest przyjęcie wielkości współczynnika beta na stałym poziomie równym jedności;

- określenie algorytmu ustalającego koszt kapitału obcego przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem inflacji i efektu działania tarczy podatkowej. W przypadku finansowania działalności przedsiębiorstwa spółki w formie leasingu, factoringu itp. co do zasady należy oszacować i odpowiednio uwzględnić koszt kapitału (część kapitałowa) i koszt odsetek (część odsetkową) dotyczący tych form finansowania;
- określenie algorytmu ustalającego średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa (WACC) wraz z prezentacją i charakterystyką struktury i kosztu kapitału dla poszczególnych okresów prognozy;
- koszt kapitału (stopa dyskonta) powinna być oszacowana odrębnie dla każdego z okresów prognozy;
- interpretację uzyskanego wyniku wartości rezydualnej RV, wskazującej w szczególności na jej udział w strukturze oszacowanej wartości ogółem w podejściu DCF, ocenę tego udziału ze względu na prawdopodobieństwo empiryczne uzyskanego wyniku wyceny;
- oszacowanie uzasadnionej premii za kontrolę (w przypadku wyceny większościowego/kontrolnego pakietu akcji/udziałów spółki) lub, z wyłączeniem spółek publicznych, dyskonta za brak płynności (w przypadku wyceny mniejszościowego pakietu akcji/udziałów spółki lub spółki, której sytuacja w uzasadniony przez wykonawcę sposób determinuje zastosowanie przedmiotowego dyskonta). Wysokość premii za kontrolę oraz dyskonta za brak płynności powinna być oszacowana, w szczególności na podstawie porównań transakcji rynkowych odpowiadających sytuacji wycenianej spółki i wymaga uzasadnienia. Zastosowanie premii/dyskont z innych tytułów niż wskazanych wymaga uzasadnienia¹⁹.

Propozycja budowy standardów oszacowania wartości przedsiębiorstwa

Wprowadzenie standaryzacji i procedur w zakresie wyceny przedsiębiorstw wydaje się koniecznym krokiem. Standaryzacja zredukuje stopień subiektywizmu obecny w wycenach, ponadto wyceny wykonywane w oparciu o identyczne wymogi staną się porównywalne i łatwiej weryfikowalne. Proces standaryzacji nie może jednak pójść za daleko ani zamknąć wyceny w kręgu tylko uprawnionej grupy specjalistów. Wtedy standaryzacja zamiast ułatwieniem może łatwo się stać metajęzykiem tworzącym barierę wejścia dla osób pragnących się zawodowo zająć wycenami i akademików badających istniejące i budujących nowego modele wycen. Potrzebne są minimalne wymagania narzucone wykonawcom wycen po to, aby wyceny łatwo dało się weryfikować w oparciu o pewien wypracowany standard.

Dobrym wyjściem wydaje się sformułowanie ogólnych ram dla osób sporządzających wyceny. Powstające dokumenty powinny mieć podobną strukturę i zawartość. Podstawowe regulacje zawarte w standardach powinny dotyczyć:

- zasad korzystania z opinii specjalistów; rzeczoznawców majątkowych, biegłych księgowych, itp.,
- wyboru metod wyceny,
- zakresu analizy ekonomicznej i finansowej,
- rodzaju dokumentacji, jaka musi być przedmiotem analizy,
- algorytmów dotyczących obliczania kosztu kapitału,
- aktualności używanych punktów odniesienia (*benchmark*).

Wykonawca nie powinien być ograniczony w sporządzaniu wyceny zbyt mocno skodyfikowanymi standardami. Powinien natomiast odnieść się do kluczowych kwestii i uzasadnić przyjęty przez

¹⁹ *Ibidem*.

siebie sposób postępowania. Stąd najlepszym wyjściem wydaje się tzw. miękka wersja standardów, narzucająca jedynie strukturę dokumentu i definiująca listę najistotniejszych problemów, do których wyceniający musi się odnieść. Oto wstępna propozycja takiej listy (wzorowana na standardach NA-CVA) odnosząca się do kluczowych elementów (zilustrowanych wzorem poniżej) wyceny sporządzanej metodą dochodową: generowanie prognoz (obliczanie przepływów gotówki), koszt kapitału (stopa dyskontowa) oraz sama metodologia DCF (metoda dyskontowania).

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+k)^1} + \frac{FCF_2}{(1+k)^2} + \dots$$

Rys. 6. Metody wyceny – podejście dochodowe, propozycja standardu wybranych elementów

1. Podejście dochodowe

- a. Czy jasno zdefiniowano rodzaj zysku, jaki jest stosowany? (zysk netto, zysk operacyjny, CF, FCF)?
- b. Czy są przesłanki dla określenia potencjału generowania zysków przez firmę?
- c. Czy przedstawiono kalkulacje dotyczące wyznaczenia prognozowanych zysków i stopy wzrostu zysków w przyszłości?
- d. Czy przedstawiono pryncypia dotyczące wyznaczania komponentów kosztu kapitału?

2. Metoda DCF

- a. Czy właściwie definiuje się poszczególne typy przepływów gotówkowych?
- b. Czy ujawniono, kto przygotował projekcje przepływów gotówki?
- c. Czy właściwie przygotowano projekcje wydatków amortyzacyjnych? Jak skalkulowano te wydatki, czy wzięto pod uwagę amortyzacje środków trwałych będących w posiadaniu firmy i szacowane wydatki inwestycyjne?
- d. Czy dokonano właściwej analizy projektowanych wydatków inwestycyjnych, zmian w kapitale pracującym, minimalnych poziomów gotówki oraz planowanych zmian w poziomie długoterminowego długu?
- e. Czy w raporcie odniesiono się do wpływu aktywów i pasywów nieoperacyjnych na końcową wartość firmy?
- f. Czy dochody/wydatki generowane przez aktywa nieoperacyjne zostały usunięte przy obliczaniu skorygowanego zysku?

3. Koszt kapitału

- a. Czy przyjęta stopa wolna od ryzyka i inne składowe modelu zostały określone na tę samą datę jak data wyceny?
- b. Czy premia za ryzyko rynkowe jest adekwatna?
- c. Czy przedstawiono dane uzasadniające przyjęcie beta?
- d. Czy przeprowadzono dyskusję co do zasadności użycia modelu CAPM?
- e. Czy przyjęta stopa dyskonta jest właściwa w odniesieniu do przedmiotu wyceny?
- f. Czy uzasadniono użycie WACC?
- g. Czy ujawniono źródła informacji dotyczących źródła pochodzenia wartości kapitału własnego i pasywów?
- h. Czy i jak uzasadniono ustalanie wag dla długu i kapitału własnego?
- i. Czy uzasadniono stosowanie procesów iteracyjnych?

4. Generowanie prognoz (dokumenty finansowe *pro forma*)

- a. Czy RZIS *pro forma* zaprezentowany jest dostatecznie szczegółowo (wartości nominalne, trendy, cykliczność)?
- b. Czy RZIS *pro forma* jest zaprezentowany w formie pozwalającej na porównanie z danymi historycznymi?
- c. Czy założenia służące do zbudowania dokumentu zostały właściwie ujawnione i czy są racjonalne?
- b. Bilans, sprawozdanie przepływów (jak wyżej).

Podsumowanie

Wszyscy parający się wyceną przedsiębiorstwa muszą akceptować pewne fundamentalne zasady. Istnieje zgoda co do podstawowych pojęć (wartość księgowa, wartość rynkowa, stopa dyskontowa, data, na jaką sporządzana jest wycena), brak natomiast (poza zakresem czynności definiowanym w umowach) standardów pozwalających zunifikować proces wyceny, zweryfikować lub udokumentować kwalifikacje osób sporządzających dokument, zdefiniować strukturę dokumentu, zdefiniować minimalny zakres czynności, jakie należy przeprowadzić w procesie wyceny, narzucić listę problemów, do których wyceniający musi się odnieść, podając i uzasadniając np. przyjętą metodę określenia kosztu kapitału, sposób obliczania przepływów gotówki, przesłanki do prognozy przychodów itp. W niniejszej pracy zanalizowano grupę standardów, która może być pomocna w budowie standardów polskich, przedstawiono także ogólną koncepcję budowy takich standardów. Standaryzacja może zredukować stopień subiektywizmu obecny w wycenach, ponadto wyceny wykonywane w oparciu o identyczne wymogi staną się porównywalne i łatwiej weryfikowalne. Zleceniodawcom będzie łatwiej zweryfikować poziom profesjonalizmu przeprowadzonej wyceny.

Literatura

- Buczek S., Pietrzak M., *Stadne zachowania analityków*, „Parkiet”, 6–8 marca 2004.
- Capiński M., Patena W., *Company Valuation – Value, Structure, Risk*, Hochschule Hof, Hof 2008.
- Czynności wchodzące w zakres obowiązków wykonawcy. Oszacowanie wartości spółki. Załącznik do umowy, materiały wewnętrznego użytku*, MSP 2009.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa, 2008.
- Gabehart S., Brinkley R.J., *The Business Valuation Book*, AMACOM, New York 2002.
- Marcinkowska M., *Metody wyceny małych przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie i ocena wyników przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe nr 520, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008.
- Maślankowski K., Patena W., *Standaryzacja metodyki analizy przedsiębiorstwa w procesach przedprywatyzacyjnych*, „Organizacja i Kierowanie” 2009, nr 4 (138).
- Mączyńska E., *Wycena przedsiębiorstw. Zasady, procedury, metody*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Pres, Warszawa 2001.
- Muszyński M., *Aktywne metody prowadzenia strategii przedsiębiorstwa*, PLACET, Warszawa, 2006.
- Panfil M., *Wprowadzenie do wyceny spółek*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2008.
- Professional Standards*, National Association of Certified Valuation Analysts, <http://www.nacva.com>.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy spółki, przeprowadzanej przed zaofiarowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa, www.msp.gov.pl.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Szymański P., *Standardy wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie i ocena wyników przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe nr 520, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008.

Szymański P., *Proces wyceny biznesowej według wybranych standardów*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe nr 586, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2010.
Valuation of a Business, American Institute of Certified Public Accountants, New York 2007.
Zarzecki D. Grudziński M., *Standardy wartości stosowane w wycenie przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe nr 586, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2010.