

Dariusz Zarzecki

Uniwersytet Szczeciński

KLUCZOWE ASPEKTY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW ZA POMOCĄ METODY SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

1. Wstęp

Metoda wartości skorygowanych aktywów netto należy do najpopularniejszych metod wyceny przedsiębiorstw. Jest to równocześnie najczęściej stosowana metoda majątkowa. W literaturze przedmiotu i praktyce wyceny istnieje duże zróżnicowanie w zakresie nazewnictwa i kwalifikowania poszczególnych metod i ich wariantów. Metoda wartości aktywów netto jest dobrą egzemplifikacją tej sytuacji.

Punktem wyjścia w szacowaniu wartości aktywów netto jest zawsze bilans przedsiębiorstwa sporządzony na dzień wyceny lub na dzień możliwie najbliższy dacie wyceny (nie może to być jednak dzień po dacie wyceny). Na podstawie bilansu możemy uzyskać pierwszy szacunek wartości aktywów netto, a mianowicie wartość księgową majątku netto. Można więc przyjąć, że wartość księgową majątku netto jest najprostszym, bo niewymagającym praktycznie żadnych dodatkowych czynności, wariantem zastosowania metody aktywów netto w wycenie. W dalszej części tekstu przedstawiono proste zalety i wady metody wartości księgowej.

2. Zalety i wady metody wartości księgowej

Zastosowanie metody wartości księgowej, którą traktujemy jako najprostszą odmianę metody wartości aktywów netto, nie powinno nastręczać poważniejszych trudności nawet osobom niezbyt biegłym w zakresie rachunkowości. Prostota metody, oparcie wyceny na ogólnie obowiązujących zasadach rachunkowości i możliwość uzyskania szybkiego, praktycznie bezkosztowego szacunku wartości to podstawowe zalety omawianej metody. Do najważniejszych wad należy zaliczyć:

- oparcie wyceny na ujętych w księgach wartościach historycznych, które mogą istotnie odbiegać od aktualnych wartości rynkowych (dotyczy to wyceny zarówno aktywów, jak i pasywów);
- arbitralny charakter ustalania niektórych pozycji bilansowych, co może poważnie wypaczać wynik wyceny;
- występujący często brak związku między wyceną bilansową a zdolnością poszczególnych aktywów do generowania dochodu;
- trudności w jednoznacznym zakwalifikowaniu niektórych pozycji pasywów do kapitałów własnych lub obcych (rezerwy, fundusze specjalne, rozliczenia międzyokresowe).

W celu eliminacji pierwszej z wymienionych wad rekomenduje się przeprowadzenie odpowiednich zabiegów korygujących występujące w bilansie wartości historyczne, co prowadzi do uzyskania tzw. wartości skorygowanej aktywów netto. W zależności od zakresu i stopnia szczegółowości (głębokości) dokonywanych korekt możemy mówić o dość dużej liczbie wariantów omawianej metody.

3. Metoda wartości skorygowanej aktywów netto

W przypadku przeprowadzania wstępnych wycen o charakterze nieformalnym korekty mogą być ograniczone do dokonania rynkowych szacunków najważniejszych pozycji bilansowych i przyjęcia do obliczeń księgowych wartości pozostałych, mniej ważnych pozycji. Na przykład w spółkach shippingowych do najważniejszych aktywów należą statki, których wartość księgowa zwykle odbiega – często znacznie – od ich wartości rynkowych. Przyczyną tego stanu rzeczy jest nie tylko ułomny system księgowej ewidencji i amortyzacji floty, ale także są nią fluktuacje cen statków będące pochodną cykliczności rynku. Wstępna wycena spółki shippingowej za pomocą metody aktywów netto mogłaby zostać sprowadzona do zastąpienia księgowych wartości statków ich wartościami rynkowymi opartymi na aktualnych notowaniach z rynku. Niewielka waga innych aktywów w typowej spółce shippingowej uzasadnia ich wycenę według zapisów księgowych (najczęściej dotyczy to również pasywów obcych). Błąd jest zwykle stosunkowo niewielki, natomiast poważnie zredukowane są zarówno pracochłonność, jak i koszty wyceny.

4. Etapy wyceny metodą skorygowanych aktywów netto

Rodzaj dokonywanych korekt i sposób ich przeprowadzenia jest określany znacznie bardziej precyzyjnie w sytuacjach, w których konieczne jest uzyskanie wyceny sformalizowanej (lub oficjalnej). Zastosowanie metody wartości aktywów netto powinno wówczas przebiegać według ogólnie akceptowanej procedury. Wyróżnia się osiem etapów zastosowania omawianej metody wyróżnionych w tab. 1.

Tabela 1. Etapy zastosowania metody skorygowanych aktywów netto

Etap	Opis czynności
I.	Uzyskanie bilansu wycenianego przedsiębiorstwa na dzień wyceny lub na dzień możliwie najbliższy dacie wyceny (nie powinien to być jednak dzień po dacie wyceny)
II.	Przeprowadzenie w razie potrzeby niezbędnych korekt odnoszących się do znanych, a pominiętych w bilansie aktywów i pasywów lub polegających na aktualizacji danych bilansowych na dzień wyceny
III.	Skorygowanie wartości wszystkich aktywów materialnych oraz możliwych do zidentyfikowania aktywów niematerialnych do ich wartości rynkowych
IV.	Skorygowanie wartości zobowiązań do ich wartości rynkowych, o ile wartość rynkowa zobowiązań różni się od wartości księgowych
V.	Przeprowadzenie w razie potrzeby korekty z tytułu zobowiązań podatkowych oraz zadłużenia o charakterze odsetkowym
VI.	Skorygowanie uzyskanego w etapie V szacunku wartości kapitału własnego ogółem o wartość akcji uprzywilejowanych w celu uzyskania wartości kapitału zwykłego
VII.	Przeprowadzenie obliczeń kontrolnych w celu oceny wiarygodności szacunku wartości uzyskanego w trakcie etapów I-VI
VIII.	Ocena potrzeby dokonania korekty (dyskonta uzyskanej wartości) z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych lub z tytułu braku płynności akcji spółki i ewentualne przeprowadzenie odpowiednich korekt

Źródło: [3, s. 705.16-710.22].

Etap I. Po uzyskaniu bilansu wycenianego przedsiębiorstwa (etap I) należy dokonać oceny rzetelności i czytelności zawartych w nim zapisów. Przeprowadzający wycenę powinien określić ewentualną potrzebę kompilacji niektórych pozycji bilansu, dokonania weryfikacji lub pełnego badania sprawozdania finansowego przez uprawnionego biegłego rewidenta (audytora).

Etap II. Kolejnym krokiem jest sprawdzenie, czy bilans zawiera wszystkie aktywa i pasywa firmy będące jej własnością według stanu na dzień wyceny (etap II). Przykładowo firma może ciągle dysponować pokaźnym zapasem określonych materiałów czy narzędzi, które z księgowego punktu widzenia zostały już zdjęte ze stanu i zaliczone w koszty. Fakt fizycznego istnienia tych aktywów może mieć w niektórych przypadkach bardzo duży wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Jeżeli data wyceny jest różna od daty bilansu, to może się pojawić potrzeba uzyskania bilansu bliższego dacie wyceny i dokonania odpowiednich korekt po stronie aktywów i pasywów doprowadzających ich stan do stanu według daty wyceny. Przyjmuje się, że bilans sporządzany i/lub wykorzystywany na potrzeby wyceny nie powinien mieć daty późniejszej od daty wyceny. W niektórych opracowaniach takie rozwiązanie uważa się wręcz za niedopuszczalne. W przypadku dużej różnicy między datą wyceny a datą bilansu należy rozważyć zaangażowanie biegłego rewidenta, który wesprze merytorycznie analityka dokonującego wyceny, szczególnie w zakresie rodzaju i sposobu dokonywanych korekt.

Niekiedy przedsiębiorstwa posiadają znaczące aktywa niematerialne oraz zobowiązania, które nie są wykazywane w bilansie. Pozyccje te z racji skali mogą

mieć bardzo duży wpływ na wartość danego biznesu. Konieczne jest więc zidentyfikowanie takich aktywów i pasywów, a następnie dokonanie ich wyceny.

Dobrym przykładem aktywów niematerialnych, które nie są ujęte w bilansie, jest wartość podpisanej umowy leasingowej na eksploatację określonych środków trwałych (pojazdów, komputerów itd.). Umowa tego typu dodaje wartość do aktywów wykazanych w bilansie, jeżeli przedsiębiorstwo uzyskało warunki płatności korzystniejsze w stosunku do rynkowych. Rekomendowanym sposobem szacowania wartości jest tutaj obliczenie wartości bieżącej PV (*Present Value*) różnicy między płatnościami zakontraktowanymi w ramach umowy leasingowej a płatnościami, jakie obowiązują na rynku w okresie od daty wyceny do dnia wygaśnięcia umowy. Przykładowo, jeżeli spółka ma zawartą umowę leasingową, która zakłada dokonywanie płatności leasingowych w wysokości 1000 PLN miesięcznie przez okres następných 25 miesięcy (ignorujemy płatności zrealizowane przed datą wyceny), podczas gdy płatność miesięczna wynikająca ze stawek obowiązujących na rynku wyniosłaby 1500 PLN, to po przyjęciu stopy dyskontowej w wysokości 12% wartość PV różnicy między tymi płatnościami jest równa $(1500 \text{ PLN} - 1000 \text{ PLN}) \times 22,0232 = 500 \text{ PLN} \times 22,0232 = 11011,6 \text{ PLN}$. Liczba 22,0232 jest czynnikiem dyskontowym renty okresowej dla 25 okresów i stopy równej 1% (12% rocznie podzielone przez 12 miesięcy). Podobnie należy obliczyć wartość innych kontraktów zapewniających lepsze od rynkowych warunki płatności.

Istnienie zobowiązań pozabilansowych może z kolei wynikać z różnych roszczeń, spraw sądowych, ewentualnych kar nałożonych przez organa podatkowe i inne instytucje publiczne, z udzielonych gwarancji na produkty i usługi, umów leasingowych z warunkami płatności mniej korzystnymi w stosunku do rynkowych. Jeżeli wartość wspomnianych zobowiązań może być rozsądnie oszacowana, analityk dokonujący wyceny powinien ją uwzględnić w swoich obliczeniach i to nawet wtedy, gdy są to kwoty niewielkie. Sugeruje się też operowanie przynajmniej dolną (minimalną) wartością szacowanego przedziału wartości. Używa się wówczas stwierdzeń typu: zobowiązanie wyniesie co najmniej „x” PLN. Jeżeli nie da się oszacować potencjalnych lub pozabilansowych zobowiązań omawianego rodzaju (nawet w formie przedziału) lub też określić prawdopodobieństwa wystąpienia strat, to analityk powinien rozważyć odpowiednie zdyskontowanie wyznaczonej wartości przedsiębiorstwa z racji dodatkowego ryzyka związanego z pojawieniem się wspomnianych zobowiązań.

Etapy III i IV. Kolejne dwa etapy polegają na skorygowaniu wartości wszystkich aktywów materialnych, możliwych do zidentyfikowania aktywów niematerialnych i zobowiązań do ich wartości rynkowych (etapy III i IV). Odpowiednie szacunki uzyskuje się z różnych źródeł, wśród których najważniejsze to: wyceny dokonane przez biegłych od wycen majątkowych, ekspertów od wycen specyficznych rodzajów majątku (na przykład statków, złóż górniczych, pojazdów itp.), notowania z giełd (różne giełdy towarowe, na przykład cukrowa, zbożowa, kawowa, giełdy papierów wartościowych, giełdy używanych maszyn określonego rodzaju, giełdy samochodowe itd.), rezultaty transakcji porównywalnych. Należy wyraźnie podkreślić, iż korekty dotyczą

tylko aktywów materialnych i w sposób jednoznaczny zidentyfikowanych aktywów niematerialnych (na przykład wartość dodatkowa z tytułu korzystnie zawartej umowy leasingowej). Trudne do zidentyfikowania aktywa niematerialne (na przykład *goodwill*) powinny być pominięte. Odpowiednie zwiększenie aktywów i zmniejszenie zobowiązań spowoduje wzrost kapitału własnego i odwrotnie.

Etap V. Korekty z tytułu zobowiązań podatkowych (etap V) mogą odnosić się do różnych szczegółowych sytuacji, wśród których za najbardziej typowe należy uznać:

- korekty o zobowiązania podatkowe pojawiające się w okresie między zakończeniem ostatniego roku podatkowego a datą wyceny,
- korekty związane z pojawieniem się zobowiązania podatkowego z tytułu zwiększonej wskutek dokonanych w etapach III i IV korekt wartości biznesu.

W pierwszym przypadku sprawa jest oczywista i nie budzi żadnych kontrowersji. Jeżeli chodzi o drugą sytuację, to występuje tutaj różnica poglądów. Część analityków uważa, że aktywa są wyceniane „takie, jakie są” i wystawiane na sprzedaż, ale bez założenia, że sprzedaż faktycznie nastąpi. Skoro nie ma sprzedaży, nie pojawią się żadne podatki z tytułu zysków ze sprzedaży aktywów (lub korzyści z tytułu strat na takiej sprzedaży), nie będzie więc potrzeby dokonywania jakichkolwiek korekt z tego tytułu. Inni analitycy utrzymują, że korekty z tytułu podatków są niezbędne, ponieważ zyski i straty ze sprzedaży aktywów i odpowiadające im obciążenia podatkowe są uwzględniane w kwotach dochodu netto wykorzystywanych w szacowaniu wartości za pomocą innych metod opierających się na zasadzie kontynuacji działania (tzw. zasada *going concern*). Pominięcie kwestii podatku byłoby, ich zdaniem, niespójne i nielogiczne. Stanowisko drugiej grupy analityków wydaje się bardziej przekonujące.

Jeżeli uznamy, iż korekty związane z pojawieniem się zobowiązania podatkowego z tytułu zwiększonej wartości biznesu są uzasadnione, to należy dokonać wyliczenia odpowiednich kwot, wywodząc je z różnicy pomiędzy rynkową (tj. po dokonanych korektach w etapach III i IV) a księgową (lub – ściślej biorąc – podatkową) wartością aktywów i pasywów przedsiębiorstwa. Jeżeli skorygowana wartość aktywów jest wyższa od ich wartości księgowej, od różnicy należy obliczyć rezerwę na podatek dochodowy. Analogicznie: jeżeli skorygowana wartość zobowiązań jest niższa od ich wartości księgowej, to również powinna być wyliczona odpowiednia rezerwa na podatek. Reguła ta nie działa jednak w pełni symetrycznie, co oznacza, że korzyści podatkowe wynikające z niższej wyceny rynkowej względem wartości księgowej mogą być skonsumowane tylko w drodze zmniejszenia zobowiązań podatkowych na poziomie holdingu (korporacji). W przeciwnym wypadku potencjalna korzyść podatkowa nie zostanie po prostu zrealizowana. Korzyść podatkowa netto może więc być uwzględniona w wycenie, o ile istnieje duże prawdopodobieństwo, że zostanie ona wykorzystana. Przypadki takie są jednak dość rzadkie, dlatego niższa wartość rynkowa aktywów względem ich wartości księgowej najczęściej nie pociąga za sobą korekty z tytułu podatku (innymi słowy, nie wystąpi złagodzenie efektu redukcji wartości wskutek korekt dokonanych w etapach III i IV).

Powyższe rozważania dotyczące ewentualnych korekt z tytułu podatków odnoszą się do wycen bazujących na hipotetycznej transakcji pomiędzy nieznanym kupującym a sprzedawcą. Jeżeli kupujący jest znany, to analityk powinien wziąć pod uwagę strukturę rozważanej transakcji (na przykład, czy jest to sprzedaż akcji, czy też aktywów) i dokonać odpowiednich korekt z tytułu zobowiązań podatkowych z punktu widzenia klienta. Klientem w konkretnej sytuacji może być zarówno sprzedający, jak i kupujący, a raport z wyceny powinien odzwierciedlać wszelkie korzyści dla klienta (z uwzględnieniem rozliczeń podatkowych) wynikające z rozpatrywanej transakcji. Warto przypomnieć, że w sytuacjach, w których występuje konkretny sprzedający lub kupujący, rozpatrywaną kategorią wartości jest tzw. wartość inwestycji (*investment value*) a nie sprawiedliwa wartość rynkowa (*fair market value*). W terminologii wyceny wartość inwestycji definiuje się jako wartość dla konkretnego inwestora opartą na indywidualnych wymaganiach dotyczących inwestycji, w odróżnieniu od koncepcji wartości rynkowej, która nie jest związana z konkretnymi osobami.

Ze względu na potencjalnie duży wpływ podatków na szacowaną wartość przedsięwzięcia konieczne jest jasne i precyzyjne przedstawienie głównych założeń odnośnie do podatków przyjętych przez wyceniającego. W szczególności należy stwierdzić, czy zostały wprowadzone korekty z tytułu podatku dochodowego, w jaki sposób dokonano tych korekt oraz jak wyglądają podstawowe założenia hipotetycznej (lub proponowanej) transakcji sprzedaży. Ujawnienie w raporcie kluczowych informacji dotyczących korekt z tytułu podatku pozwoli dokonać własnej oceny użytkownikom raportu, włączając w to rozważenie alternatywnych scenariuszy sprzedaży.

Etap VI. Etapy I-V służą wyznaczeniu wartości kapitału własnego ogółem. Jeżeli spółka ma jakieś akcje uprzywilejowane (w sensie uprzywilejowania co do dywidendy), a wycenie podlega wyłącznie kapitał zwykły, to od wartości kapitału własnego ogółem należy odjąć wartość kapitału uprzywilejowanego. Najpierw konieczne jest dokonanie wyceny wartości tego kapitału za pomocą jednej z takich metod, jak:

1. Metoda stopy dywidendy (*dividend yield*). Wartość akcji jest wyznaczana na podstawie stopy dywidendy, tj. relacji ostatnio wypłaconej dywidendy i aktualnej ceny akcji. Aby wycenić akcje uprzywilejowane konkretnej firmy, należy porównać ich stopę dywidendy z analogicznymi stopami dywidendy notowanych akcji uprzywilejowanych o podobnych charakterystykach. Jeżeli akcje uprzywilejowane spółki wycenianej mają niższą stopę dywidendy niż notowane akcje uprzywilejowane, to oznacza, że ich wartość może być niższa od wartości nominalnej.

2. Metoda wartości umorzenia. Wartość akcji ustala się na podstawie wartości umorzenia, która jest zwykle określona w statucie spółki lub innych aktach prawnych.

Nie ma jednoznacznych argumentów przemawiających za zastosowaniem jednej z wymienionych metod. Generalna rekomendacja mówi, że należy zawsze uwzględniać konkretne okoliczności. Przykładowo, dokonując wyceny w związku z likwidacją jakiegoś biznesu, właściwe będzie wykorzystanie metody wartości umorzenia. Z kolei metoda stopy dywidendy będzie bardziej odpowiednia dla tych transakcji, które zakładają kontynuowanie działalności przez daną firmę (zasada *going concern*).

Etap VII. Przeprowadzenie obliczeń kontrolnych w celu oceny wiarygodności szacunku wartości uzyskanego w trakcie etapów I-VI sprowadza się do konfrontacji uzyskanych wyników z innymi szacunkami wartości, w szczególności z wycenami majątkowymi innych porównywalnych przedsiębiorstw i szacunkami wartości wycenianej firmy uzyskanymi innymi metodami. Analityk musi zawsze zadawać sobie zdroworozsądkowe pytanie: czy oszacowana wartość aktywów i pasywów jest odpowiednią kategorią wartości ze względu na cel wyceny i inne czynniki determinujące wybór metod wyceny oraz czy uzyskany szacunek ma sens, tzn. czy można w sposób uzasadniony oczekiwać, że kupujący będzie skłonny zapłacić ustaloną wartość, biorąc pod uwagę wszystkie czynniki ryzyka związane z danym biznesem.

Etap VIII. Metoda wartości aktywów netto jest bardziej odpowiednia do wyceny udziałów większościowych (kontrolnych) aniżeli mniejszościowych. Wyceniane udziały powinny być na tyle znaczące, aby własność dawała prawo do sprzedaży aktywów firmy. Jeżeli wycenie podlegają udziały mniejszościowe, to należałoby rozważyć zastosowanie metody cena/wartość aktywów netto. Prawo niektórych krajów (na przykład USA) daje możliwość zwracania się do sądu właścicielom określonych udziałów mniejszościowych z żądaniem wyłączenia z korporacji (jest to tzw. *shareholder oppression statues*), co w konsekwencji prowadzi do sprzedaży odpowiedniej części aktywów spółki. W takich przypadkach zastosowanie metody wartości aktywów netto jest w pełni uzasadnione, aczkolwiek analityk powinien uzyskać poradę prawnika odnośnie do prawidłowego określenia szacowanej wartości. Jeżeli metoda wartości aktywów netto zostanie uznana za właściwą do wyceny udziałów mniejszościowych, to dodatkowo należy rozważyć zastosowanie korekty (dyskonta) z tego tytułu.

Z doświadczeń gospodarki amerykańskiej – niewątpliwie najbardziej rozwiniętej gospodarki świata (także w sensie wielkości i liczby transakcji kupna-sprzedaży przedsiębiorstw i ich części) – wynika, że średnie dyskonto z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych wynosi 27-29% [10, s. 98; 1, s. 282]. Zakres stóp dyskontowych odnoszących się do konkretnych przypadków jest jednak bardzo szeroki i może wynosić od kilku procent do ponad 40%. Ustalając stopę dyskonta, należy wziąć pod uwagę wszystkie istotne czynniki wpływające na wartość udziałów mniejszościowych danej spółki i dopiero po ich analizie podjąć decyzję o wysokości poszukiwanej stopy.

Analogicznie postępuje się w przypadku braku płynności akcji spółki czyli – mówiąc ściślej – nieobecności akcji spółki na zorganizowanym rynku o charakterze giełdy. Chodzi tu więc o zastosowanie dyskonta, które skompensuje niedogodności z tytułu utrudnionego zbycia akcji. Zakres stóp dyskontowych służących korygowaniu wartości z tytułu utrudnionego zbycia akcji jest jeszcze większy niż stóp wykorzystywanych do dyskontowania z racji wyceny udziałów mniejszościowych. Z licznych badań przeprowadzonych w USA wynika, że średnia stopa dyskonta wynosi od 30 do 70%, natomiast zakres stóp waha się od kilku procent do ponad 80% [7, s. 5; 2, s. 3; 14, s. 60-64; 5, s. 175; 16, s. 381-385; 8, s. 562-571; 9, s. 263-265]. Po odrzuceniu wartości skrajnych średnia stopa dyskonta z tytułu utrudnionego zbycia akcji waha

się w przedziale od 35 do 45%, co świadczy o bardzo dużym wpływie omawianego czynnika na ostateczną wartość przedsiębiorstwa.

W ramach omawianego etapu analityk powinien rozważyć ewentualne zastosowanie innych rodzajów dyskonta związanych na przykład z kosztami upłynnienia aktywów lub możliwością pojawienia się określonych zobowiązań wynikających z niekorzystnej dla firmy decyzji sądu, urzędu podatkowego itp.

5. Problemy terminologiczne

Gwoli ścisłości należy zaznaczyć, iż zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wśród praktyków wyceny nie ma zgodności w zakresie nazewnictwa, a przede wszystkim klasyfikowania poszczególnych metod (wariantów) wyceny. Na przykład metoda wartości księgowej netto wymieniana jest w licznych podręcznikach jako jedna z ważnych metod majątkowych. W wielu z tych podręczników nie ma natomiast wzmianki o metodzie wartości skorygowanych aktywów netto. Z kolei w niektórych profesjonalnych podręcznikach wyceny przedsiębiorstw często w ogóle nie mówi się o metodzie wartości księgowej jako odrębnej metodzie wyceny. Bilans przedsiębiorstwa jest tam jedynie punktem wyjścia do dokonania odpowiednich korekt służących ustaleniu wartości aktywów netto, która to wartość odpowiada wartości skorygowanych aktywów netto.

W Polsce metoda wartości księgowej netto w sposób pośredni została uznana za odrębną metodę wyceny, co znalazło swój wyraz m.in. w jej wskazaniu jako jednej z pięciu metod wyceny możliwych do zastosowania w związku z rozpoczętą w 1990 roku prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych. Z treści paragrafu 2 punkt 3 Rozporządzenia Ministra Przekształceń Własnościowych z dnia 20 listopada 1990 r. w sprawie sposobu przeprowadzania analiz prawnych i ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstwa spółki, ich finansowania oraz kwalifikacji wymaganych od osób dokonujących analiz nie wynika, co prawda, wprost, że chodzi o metodę wartości księgowej, mówi się bowiem o tzw. metodzie według wartości aktywów netto [12, poz. 10]. Niemniej analiza kilkudziesięciu wycen przeprowadzonych na podstawie wspomnianego rozporządzenia wykazała, iż większość opracowań ograniczała się do wyznaczenia księgowej wartości kapitału własnego bez dokonywania jakichkolwiek korekt pozycji aktywów, a tym bardziej pasywów.

Wydaje się, że wspomniane wątpliwości i dwuznaczności zostały dostrzeżone przez legislatorów odpowiedzialnych za treść nowego rozporządzenia. Warto zwrócić uwagę na brzmienie paragrafu 5 punkt 1 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy [13, poz. 408]: „§ 5.1. Oszacowanie wartości spółki albo przedsiębiorstwa państwowego jest dokonywane z uwzględnieniem wyników analizy, o której mowa w § 1, przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród następujących:

- 1) zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych,
- 2) wartości odtworzeniowej,
- 3) wartości skorygowanej aktywów netto,
- 4) rynkowej wartości likwidacyjnej,
- 5) przy zastosowaniu mnożnika zysku”.

Wcześniejsze rozporządzenie mówi o metodzie według wartości aktywów netto, podczas gdy rozporządzenie z czerwca 1997 r. operuje terminem „metoda wartości skorygowanej aktywów netto”. Zmiana ta nie wydaje się przypadkowa, aczkolwiek ani w samym rozporządzeniu, ani w odpowiednim komentarzu nie podano żadnych odniesień umożliwiających jednoznaczne określenie, co rozumie się przez metodę wartości skorygowanej aktywów netto i na czym powinny polegać korekty, aby spełnić wymóg poprawności formalnej z punktu widzenia ustawodawcy. Kwestia ta wymaga z pewnością dalszych uściśleń zawężających do minimum pole dowolności w zakresie rozumienia terminu „metoda wartości skorygowanej aktywów netto”.

W literaturze amerykańskiej metoda skorygowanych aktywów netto występuje pod kilkoma nazwami. Najczęściej używa się terminu *Net Asset Value Method*, stąd powszechnie używany skrót NAV. Inne określenia stosowane w literaturze i w praktyce to: *Adjusted Net Worth Method*, *Adjusted Book Value Method*, *Asset Build-up Method*, *Asset Accumulation Method*. Wszystkie te określenia dotyczą tej samej metody będącej najważniejszym reprezentantem podejścia majątkowego w wycenie przedsiębiorstw.

6. Warunki i okoliczności przemawiające za zastosowaniem metody wartości aktywów netto w wycenie przedsiębiorstw

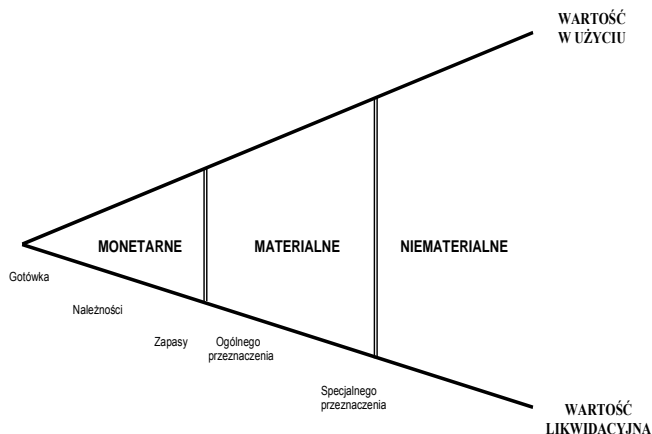
Wybór określonej metody wyceny przedsiębiorstw uwarunkowany jest przede wszystkim celem wyceny. Ważnym kryterium jest także specyfika aktywów reprezentowanych przez wyceniany biznes. W praktyce dokonuje się wyboru tzw. podstawowej metody wyceny, która jest wspomagana przez jedną lub więcej metod dodatkowych.

Metoda wartości aktywów netto może być zastosowana jako podstawowa metoda wyceny, gdy spełnione są następujące trzy zasadnicze warunki:

1. Przedsiębiorstwo dysponuje znacznymi zasobami aktywów materialnych i równocześnie nie posiada lub posiada niewiele aktywów niematerialnych.
2. Zakłada się, że firma będzie kontynuowała działalność w przyszłości (zasada *going concern*).
3. Będąca przedmiotem wyceny własność odnosi się do udziałów większościowych lub udziałów dających prawo do sprzedaży aktywów spółki.

W metodzie skorygowanych aktywów netto zakłada się, że spółka będzie kontynuowała działalność. W przypadku niemożności zastosowania tego założenia mamy do czynienia z metodą wartości likwidacyjnej. Wartość likwidacyjna poszczególnych pozycji aktywów może być zbliżona do wartości rynkowych, np. powszechnie stosowane surowce (węgiel, olej napędowy, zboże), ale może też być znacznie niższa, np. w odniesieniu do specyficznych budowli, urządzeń czy akty-

wów niematerialnych. Wykres na rys. 1 ilustruje różnicę w wycenie tych samych grup aktywów w zależności od przyjętego założenia. Oczywiście wykres ma charakter poglądowy – w konkretnych przypadkach mogą występować większe różnice w wartości odnoszące się do aktywów trwałych niż aktywów niematerialnych.



Rys. 1. Wycena aktywów przedsiębiorstwa: wartość w użyciu a wartość likwidacyjna
Źródło: [11].

Oprócz wymienionych warunków ogólnych, które powinny być spełnione, aby zastosowanie omawianej metody miało uzasadnienie, należy dodatkowo wziąć pod uwagę szereg warunków szczegółowych. Ich wystąpienie nie jest, co prawda, warunkiem koniecznym, ale zdecydowanie przemawia na korzyść wykorzystania metody wartości aktywów netto. Warunki te są następujące:

- Firma rozpoczyna działalność.
- Występuje stosunkowa łatwość wejścia w daną branżę (np. małe sklepy detaliczne, niewielkie restauracje).
- Bilans odzwierciedla wszystkie aktywa materialne spółki, tzn. nie ma ona materialnych aktywów pozabilansowych przynoszących spółce korzyści.
- Spółka nie ma ustanowionej statystyki zysków lub zmienności zysków/przepływów pieniężnych.
- Siła robocza (praca) nie jest istotnym źródłem wartości dodanej generowanej przez produkty lub usługi firmy.
- Duża część aktywów spółki składa się z płynnych aktywów lub aktywów o charakterze inwestycji (np. papiery wartościowe przeznaczone do obrotu, nieruchomości).
- Powodzenie firmy zależy głównie od skuteczności działania na konkurencyjnym rynku ofert i nie występuje stała, przewidywalna baza klientów.

Niezależnie od podanych warunków i okoliczności przemawiających za zastosowaniem metody wartości aktywów netto można wskazać kilka charakterystycznych

dziedzin działalności, do których metoda ta jest szczególnie predestynowana. Większość praktyków wyceny uważa tę metodę za odpowiednią w szczególności do wyceny banków, funduszy powierniczych, firm ubezpieczeniowych i spółek nieruchomości.

Interesującym wątkiem wykorzystania metody NAV jest jej odpowiedniość do wyceny zdrowych i dochodowych podmiotów. Ogólnie rzecz ujmując, nie ma żadnych przeciwwskazań, aby stosować tę metodę do wyceny rentownych firm. Jeżeli podmiot generuje ponadprzeciętne zyski, to decydującym szacunkiem wartości będzie wartość dochodowa. Natomiast spółka rentowna, ale osiągająca uśrednioną stopę zwrotu poniżej kosztu kapitału, wykaże wartość NAV wyższą od jej wartości dochodowej, co może być sygnałem do restrukturyzacji bądź sprzedaży firmy.

Jako ciekawostkę można wskazać różną praktykę amerykańskich organów podatkowych. W jednej ze spraw sądowych dotyczącej sporu na temat wyceny spółki Godfrey sąd odrzucił metodę NAV z trzech powodów:

- „uznajemy argumenty eksperta i/lub podstawy do jego konkluzji sprowadzających się do redukcji szacowanej wartości jako nieadekwatne i niemające przekonującego wyjaśnienia”,
- „generalnie metoda skorygowanych aktywów netto jest nieodpowiednia do wyceny dobrze prosperujących, osiągających sukcesy finansowe spółek”,
- „w ramach wyceny dokonanej za pomocą metody NAV nie uwzględniono wartości *goodwill* z tytułu wykazywanych od lat sukcesów finansowych, dobrych relacji pracowniczych, sieci sprawnych i lojalnych dilerów oraz dobrej reputacji produktów i usług”.

W podsumowaniu sąd skonkludował, że „występująca trwale zdolność biznesu do generowania przychodów i zysków czyni zastosowanie metody NAV nieuprawnionym” [4].

Wydaje się, że zastrzeżenia sądu są w części uzasadnione – szczególnie w zakresie dotyczącym nieuwzględnienia w wycenie ważnych i obiektywnie wartościowych aktywów niematerialnych. Natomiast ostateczna konkluzja jest zdecydowanie zbyt daleko idąca.

7. Wycena rezerw, zobowiązań warunkowych i aktywów warunkowych

Zasada ostrożnej wyceny wymaga, aby każdy podmiot dokonywał wyceny składników aktywów i pasywów w taki sposób, aby ich wartość bilansowa była jak najbliższa wartości rzeczywistej. Ustawa o rachunkowości nie zawiera szczególnych uregulowań w zakresie ujmowania rezerw oraz zobowiązań warunkowych. Ustawa zawiera regulacje odnośnie do rezerw tylko w przepisach art. 3 ust. 1 pkt 21 oraz art. 35d. Za rezerwy uznaje się kwoty zobowiązań, których termin wymagalności lub kwota nie są pewne. Przez zobowiązania warunkowe rozumie się obowiązek wykonania świadczeń, których powstanie jest uzależnione od zaistnienia określonych zdarzeń (art. 3 ust. 1 pkt 28 uor).

Zgodnie z ustawą, rezerwy tworzone są na:

- pewne lub o dużym stopniu prawdopodobieństwa przyszłe zobowiązania, których kwotę można oszacować w sposób wiarygodny, a w szczególności na straty z transakcji gospodarczych w toku, w tym z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji, operacji kredytowych, skutków toczącego się postępowania sądowego,
- przyszłe zobowiązania spowodowane restrukturyzacją, jeżeli na podstawie odrębnych przepisów jednostka jest zobowiązana do jej przeprowadzenia lub zawarto w tej sprawie wiążące umowy, a plany restrukturyzacji pozwalają w sposób wiarygodny oszacować wartość tych przyszłych zobowiązań.

Rezerwy zaliczane są do pozostałych kosztów operacyjnych, kosztów finansowych lub strat nadzwyczajnych, w zależności od okoliczności, z którymi wiążą się zobowiązania stanowiące podstawę utworzenia rezerw. W chwili, gdy powstanie zobowiązanie, na które uprzednio utworzono rezerwę, następuje zmniejszenie wartości rezerw o kwotę tego zobowiązania. Jeżeli nie wykorzystano rezerw, tj. gdy ustanie lub zmniejszy się ryzyko uzasadniające ich uprzednie utworzenie, należy w dniu, w którym te rezerwy okazały się zbędne, zwiększyć odpowiednio wartość pozostałych przychodów operacyjnych, przychodów finansowych lub zysków nadzwyczajnych w zależności od tego, w ciężar których pozycji kosztowych utworzono rezerwy.

Podobnie kwestię rezerw regulują przepisy MSR 37, według których są to zobowiązania, których kwota lub termin zapłaty są niepewne. W przeciwieństwie jednak do ustawy w MSR 37 znajdują się wyjaśnienia różnic między rezerwami, zobowiązaniami oraz zobowiązaniami warunkowymi. W myśl § 11 MSR 37 rezerwy można odróżnić od innych zobowiązań, np. handlowych i rozliczeń międzyokresowych biernych, ponieważ w ich przypadku powstaje niepewność co do terminu poniesienia lub kwoty przyszłych nakładów na uregulowanie zobowiązań. Natomiast różnica między rezerwami a zobowiązaniami warunkowymi polega na tym, że w przypadku rezerw istnieje już obowiązek uregulowania zobowiązań, a w odniesieniu do zobowiązań warunkowych taki obowiązek powstaje po zajściu określonego warunku. Zobowiązanie warunkowe jest z reguły jedynie możliwym lub potencjalnym obowiązkiem, który może spowodować w przyszłości wpływ korzyści ekonomicznych. Powstanie tego obowiązku uzależnione jest od wystąpienia lub niewystąpienia określonych zdarzeń w przyszłości, które nie w pełni podlegają kontroli jednostki. Zobowiązaniem warunkowym może być także istniejący obowiązek, o ile nie jest prawdopodobne, aby wypełnienie go spowodowało konieczność wypływu środków, lub nie można w sposób wiarygodny wycenić kwoty obowiązku. Prawidłowe rozróżnienie tych trzech kategorii jest niezwykle ważne, bo konkretne zdarzenie można zakwalifikować jako zobowiązanie, rezerwę na zobowiązania lub – w przypadku zobowiązań warunkowych – ująć je w ewidencji pozabilansowej (zob. art. 3 ust. 1 pkt 21 i 28 oraz art. 35d uor oraz § 11, § 36 MSR 37 *Rezerwy, zobowiązania warunkowe i aktywa warunkowe*).

W wycenie metodą NAV zakłada się, że punktem wyjścia jest rzetelnie sporządzone i zweryfikowane przez audytora sprawozdanie finansowe. Z praktyki wia-

domo jednak, że to założenie nie zawsze da się obronić. Poza tym charakter niektórych zobowiązań, szczególnie obarczonych ryzykiem, może powodować duże problemy z oszacowaniem ich rzeczywistej wartości. Jeszcze większe trudności może stwarzać wycena zobowiązań warunkowych.

8. Wycena instrumentów finansowych

Instrumenty finansowe należą do najtrudniejszych obszarów rachunkowości i finansów zarówno w aspekcie bieżącego ujawniania i wyceny, jak i w zakresie przekształceń sprawozdań na warunki międzynarodowych standardów rachunkowości. Dodatkowe trudności związane z tym obszarem wynikają ze stosunkowo późnego przyjęcia tych standardów przez Komisję Europejską, a także z ciągłych zmian dotyczących ostatecznego kształtu uregulowań prawnych zawartych w kolejnych rozporządzeniach zmieniających MSR 39 i MSR 32.

Rozporządzeniem Komisji (WE) nr 1725/2003 z dnia 29 września 2003 r. przyjmującym niektóre międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniami (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady zostały przyjęte wszystkie międzynarodowe standardy i interpretacje istniejące na dzień 12 września 2002 r. z wyjątkiem MSR nr 32 i MSR 39 oraz powiązanych z nimi interpretacji. W przypadku MSR 32 i MSR 39 przyjęcie standardów w tamtym okresie w istniejącej wersji uznano za niewskazane ze względu na znaczny zakres zmian.

W grudniu 2003 r. Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości opublikowała zaktualizowany MSR 39 *Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena* (IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*), który wprowadził regułę, zgodnie z którą jednostki mogły nieodwołalnie wyznaczyć finansowy składnik aktywów bądź zobowiązanie finansowe jako wyceniane w wartości godziwej przy ujęciu zysków i strat w rachunku zysków i strat (tzw. pełna opcja wyceny w wartości godziwej). Jednakże organy nadzoru rynków papierów wartościowych wyraziły obawy, że nieograniczona opcja wyceny w wartości godziwej mogłaby być niewłaściwie wykorzystywana, zwłaszcza w przypadku instrumentów finansowych powiązanych ze zobowiązaniami własnymi spółek [15].

W związku z tym w kwietniu 2004 r. opublikowano projekt standardu, w którym zaproponowano wprowadzenie zmiany do MSR 39 ograniczającej zakres opcji wyceny w wartości godziwej. Komisja Europejska zatwierdziła MSR 39 z wyłączeniem niektórych przepisów odnoszących się do pełnej opcji wyceny w wartości godziwej oraz rachunkowości zabezpieczeń, przyjmując rozporządzenie Komisji (WE) nr 2028/2004 z 19 listopada 2004 r. w sprawie przyjęcia niektórych międzynarodowych standardów rachunkowości w odniesieniu do dodania MSR 39. Komisja potraktowała wspomniane wyłączenie jako rozwiązanie przejściowe.

Trwające prace nad zagadnieniem opcji wyceny w wartości godziwej doprowadziły do opublikowania w czerwcu 2005 r. zmiany do MSR 39 *Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena, opcja wyceny w wartości godziwej*. Zmiany te zo-

stały włączone do MSR 39 rozporządzeniem Komisji (WE) nr 1864 z 15 listopada 2005 r. Aktualizacja opcji wyceny w wartości godziwej zawartej w MSR 39 ogranicza jej stosowanie do przypadków, w których pozwoli to na uzyskanie bardziej ścisłych informacji, eliminując bądź znacznie zmniejszając niespójności ujęcia lub wyceny; względnie do sytuacji, w których część aktywów bądź zobowiązań finansowych bądź zarówno aktywa, jak i zobowiązania finansowe objęte są udokumentowanym zarządzaniem ryzykiem lub strategią finansową. Ponadto zaktualizowana opcja wyceny w wartości godziwej dopuszcza wyznaczenie w określonych okolicznościach całej połączonej umowy zawierającej jeden lub więcej instrumentów pochodnych wbudowanych w inne instrumenty jako finansowy składnik aktywów lub zobowiązanie finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy. Tym samym stosowanie zaktualizowanej opcji wyceny w wartości godziwej zostało ograniczone do przypadków, w których spełnione są określone zasady lub zachodzą określone okoliczności. Oprócz tego stosowanie tej opcji powinno być powiązane z ujawnieniem odpowiednich informacji [15]. MSR 39 *Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena* wraz z przepisami dotyczącymi stosowania opcji wyceny w wartości godziwej ma następujący zakres informacyjny:

- definicje, kategorie aktywów, rodzaje instrumentów,
- ujmowanie i wyłączenie,
- wycena,
- przekwalifikowanie,
- zabezpieczanie.

MSR 32 *Instrumenty finansowe: ujawnianie i prezentacja* reguluje następujące zagadnienia:

- definicje, zakres stosowania,
- prezentacja w sprawozdaniu.

Natomiast zagadnienia dotyczące ujawniania informacji o ryzyku i warunkach instrumentów finansowych wcześniej ujęte w MSR 32 zostały zastąpione przez regulacje nowego MSSF 7. Poza uregulowaniami MSR 32, MSR 39 i MSSF 7 pozostają następujące zagadnienia:

- udziały w jednostkach podporządkowanych, dla których mają zastosowanie: MSR 27, 28, 31,
- umowy leasingowe, do których stosuje się MSR 17,
- umowy ubezpieczeniowe z wyjątkiem instrumentów wbudowanych,
- instrumenty finansowe wyemitowane przez jednostkę, które spełniają definicje instrumentu kapitałowego,
- umowy dotyczące zapłaty warunkowej w przypadku połączenia jednostek,
- kontrakty gwarancji finansowych,
- umowy wymagających płatności uzależnionych od zmiennych klimatycznych, geologicznych lub innych czynników naturalnych,
- umowy związane z programami pracowniczymi (MSR 19),

- zobowiązania do udzielania pożyczki, które nie mogą być rozliczone netto w środkach pieniężnych lub innym instrumencie finansowym.

Przy wycenie bilansowej instrumentów finansowych należy rozważyć, czy występują przesłanki utarty wartości. W myśl MSR 39 *Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena* utrata wartości nastąpi wtedy, gdy istnieją obiektywne dowody, że dany składnik w przyszłości nie przyniesie oczekiwanych przepływów pieniężnych. Definicja ta różni się od zawartej w uor.

Do obiektywnych dowodów utraty wartości, zgodnie z MSR 39, zalicza się:

- 1) znaczące trudności finansowe emitenta lub dłużnika,
- 2) niedotrzymanie warunków umowy, np. zaleganie ze spłaceniem odsetek,
- 3) wysokie prawdopodobieństwo upadłości,
- 4) zanik aktywnego rynku na dany składnik aktywów finansowych ze względu na trudności finansowe.

Rozporządzenie MF również powołuje się na definicję utraty wartości. Dodatkowo jednak określa sposoby rozliczenia utraty wartości dla różnych grup aktywów finansowych. Zezwala na rozliczenie skutków wyceny z kapitałem z aktualizacji wyceny tylko w przypadku aktywów finansowych oraz na rozliczanie wynikowe, na co także zezwala MSR 39 (zob. par. 56-58 MSR 39 oraz art. 28 ust. 7 ustawy o rachunkowości, rozporządzenie MF z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji).

W związku z październikowym kryzysem pojawiły się głosy, że należy wprowadzić zmiany do kontrowersyjnych reguł rachunkowości dotyczących ryzyka. Komisja Europejska wyraziła intencję wprowadzenia zmian dotyczących sposobu i zakresu stosowania wyceny w oparciu o wartości godziwe (*fair values*). Obowiązujące obecnie standardy zobowiązują spółki do wyceny większości instrumentów finansowych według ich wartości rynkowej. Komisja Europejska zamierza wypracować propozycje takich zmian, a następnie zwrócić się do Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board – IASB) z prośbą o ich wprowadzenie [6, s. 15].

W obecnej trudnej sytuacji, gdy rynki są nadal niepełne, wartości instrumentów finansowych znacznie zmniejszyły swoją wartość, zmuszając banki i ubezpieczycieli do dokonania serii potężnych odpisów aktualizujących, które zredukowały kapitały własne tych instytucji.

Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, która ustanawia standardy rachunkowości obowiązujące w ponad stu krajach (w tym w krajach UE), dokonała już wcześniej zmian w obowiązujących międzynarodowych standardach rachunkowości, dostosowując je do odpowiedników amerykańskich (US GAAP). Można powiedzieć, że nastąpiło złagodzenie wymagań wobec spółek w stosunku do wcześniejszych rozwiązań. Jednak zdaniem przedstawicieli wielu banków i ubezpieczycieli konieczne są dalsze zmiany, jak bowiem utrzymują, obecne standardy niewłaściwie odzwierciedlają rzeczywistą sytuację finansową firm. Żądanie ze strony banków i ubezpieczycieli można łatwo wyjaśnić dążeniem do ogranicze-

nia ogromnych strat wykazywanych obecnie, a mogących ulec jeszcze znaczącemu zwiększeniu. Instytucje finansowe chciałyby wyłączenia efektu spadku wartości ich aktywów, w tym instrumentów finansowych, przez zmianę reguł w zakresie ich wyceny – co w praktyce oznaczałoby, że niektóre spośród wielu aktywów (w tym także instrumentów finansowych) byłyby wyceniane nie według godziwych wartości rynkowych, ale według wartości historycznej amortyzacji [4, s. 15].

Takie oczekiwania nie leżą w interesie rynku, inwestorów, partnerów biznesowych, a nawet samych instytucji finansowych. Proponowane zmiany są bowiem krokiem wstecz w stosunku do rozwiązań obecnych. Spowodowałyby większą niespójność międzynarodowych standardów rachunkowości ze standardami amerykańskimi US GAAP, a przede wszystkim stanowiłyby swoiste zaprzeczenie idei prezentacji „prawdziwego i jasnego obrazu” sytuacji finansowej spółek. Wydaje się więc, że nie jest to pomysł godny poparcia. Należy wyrazić nadzieję, że Komisja Europejska przyjmie argumenty wielu inwestorów i analityków przestrzegających przed motywowanymi doraźną potrzebą zmianami w standardach rachunkowości, a gdyby było inaczej, to że sama Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości – w trosce o jakość i konsekwencje wprowadzanych regulacji, a także swoją reputację – nie zgodzi się na wprowadzenie propozycji Komisji.

9. Przykład wyceny spółki metodą NAV – spółka usługowa Bazy Danych

Wycena Bazy Danych Sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto została sporządzona na dzień 31.12.2006 r. Spółka, której nazwę zmieniono, istnieje i prowadzi aktywną działalność związaną z gromadzeniem, przetwarzaniem, magazynowaniem i udostępnianiem szeroko rozumianej informacji na terenie całego kraju. Celem wyceny było odsprzedanie partnerowi biznesowemu części udziałów spółki.

Aktywa trwałe

Na aktywa trwałe Bazy Danych Sp. z o.o. składają się w przeważającym stopniu wartości niematerialne i prawne, jednak spółka posiada również środki trwałe, głównie sprzęt komputerowy i urządzenia biurowe. Struktura aktywów trwałych została przedstawiona w tab. 2, w podziale na poszczególne grupy ujęte według ich wartości księgowych i rynkowych na dzień 31.12.2006 r.

Tabela 2. Zestawienie aktywów trwałych Bazy Danych Sp. z o.o. w PLN

Aktywa trwałe	BV 31.12.2006	NAV 31.12.2006
Wartości niematerialne i prawne	1 723 906	1 743 200
Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	27 026	27 026
Urządzenia techniczne i maszyny	49 664	58 000
Inne środki trwałe	93 995	86 700
Należności długoterminowe	38 943	38 943
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 100 117	1 100 117
Razem	3 033 651	3 053 986

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ze spółki.

Wartości niematerialne i prawne

W ramach wartości niematerialnych i prawnych spółka dysponuje licencjami na oprogramowanie komputerowe (systemy MS Windows, pakiety MS Office, Lotus Domino itp.), komputerowym systemem księgowym, witryną WWW. O wysokiej wartości tej grupy aktywów stanowi jednak system SDS stanowiący podstawowe narzędzie funkcjonowania obrotu informacją będącą przedmiotem działalności spółki. Łączne wydatki na jego budowę i funkcjonowanie wyniosły niemal 2 000 tys. PLN. Ze względu na osiągnięcie przez system pełnej funkcjonalności w 2006 r. i dotychczas niewielkie odpisy amortyzacyjne uznano, że wartość księgowa systemu SDS odpowiada jego wartości rynkowej. Wartość pozostałych elementów oprogramowania (w tym licencji), co do których stosowano wysokie amortyzacyjne (50%), została skorygowana do wyższych cen rynkowych. Łącznie wartość opisywanej grupy aktywów oszacowano na 1743,2 tys. PLN.

Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej

Spółka nie ma własnych nieruchomości zabudowanych. W opisywanej grupie środków trwałych wykazuje inwestycje w wynajmowanych obiektach w Warszawie. Przeprowadzone modernizacje miały miejsce w sierpniu roku 2006 i ze względu na krótki okres amortyzacyjny wartość netto zaliczanych do grupy 2 środków trwałych odzwierciedla ich wartość rynkową. Do wyceny s wartość księgowa opisywanych środków trwałych została przyjęta bez korekt, tj. w wysokości 27 tys. PLN.

Urządzenia techniczne i maszyny

Do grupy urządzeń technicznych i maszyn zalicza się w spółce sprzęt komputerowy (kilkanaście komputerów stacjonarnych, laptopy, serwery, drukarki i streamer) oraz urządzenie kserujące firmy Xerox. Ze względu na szybkie zużycie moralne wymienionego sprzętu, które w początkowym okresie amortyzacji nie znajduje bezpośredniego odzwierciedlenia w odpisach amortyzacyjnych, dokonano korekty tej grupy aktywów do poziomu cen rynkowych. Jednocześnie w przypadku środków o jednostkowej wartości początkowej poniżej 3,5 tys. PLN, które objęte zostały jednorazowym umorzeniem, podniesiono ich wartość do cen rynkowych. Łącznie oszacowano ostrożnie wartość opisywanej grupy środków trwałych na 58 tys. PLN.

Inne środki trwałe

Do tej grupy środków trwałych Bazy Danych Sp. z o.o. zaliczane są zróżnicowane funkcjonalnie środki trwałe. Ewidencja obejmuje zarówno zasilacz awaryjny UPS, projektor z ekranem NEC VT, jak i meble biurowe i pozostałe wyposażenie biurowe (zmywarkę, ekspres do kawy itp.). Ze względu na niskie, nieadekwatne do stopnia zużycia środków odpisy amortyzacyjne konieczna jest korekta ich wartości księgowej. Należy przy tym zaznaczyć, że część zaliczanych tutaj środków (meble na wymiar) mają charakter indywidualny i ich wartość rynkowa jest z tego powodu niższa. Łączną wartość środków trwałych zaliczanych do omawianej grupy oszacowano na 86,7 tys. PLN i w tej wysokości przyjęto do wyceny spółki.

Należności długoterminowe

Należności długoterminowe w spółce na dzień 31.12.2006 wynoszą 38,9 tys. PLN i jest to kaucja za wynajem pomieszczeń biurowych od Greek-SLC SA. Ze względu na brak przesłanek do korekty tej pozycji przyjęto ją do wyceny w wartości księgowej.

Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe

Pozycję tę w spółce Bazy Danych Sp. z o.o. stanowią aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego w kwocie 1 100,1 tys. PLN i w tej wysokości zostały przyjęte do wyceny spółki.

Aktywa obrotowe

Na dzień 31.12.2006 r. Bazy Danych Sp. z o.o. nie miał zapasów i jest to naturalna sytuacja dla prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej. Należności krótkoterminowe w Bazy Danych Sp. z o.o. 31.12.2006 r. wynosiły 797,7 tys. PLN. Ich głównym elementem jest należny spółce podatek VAT w kwocie 718,4 tys. PLN. Pozostałe należności to w znakomitej większości wynik rozliczeń handlowych z kontrahentami (75,6 tys. PLN). Środki pieniężne zgodnie z bilansem spółki na dzień 31.12.2006 r. stanowiły kwotę 290,7 tys. PLN. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe w Bazy Danych Sp. z o.o. wynosiły 179,8 tys. PLN. Kwota ta dotyczy głównie zobowiązań z tytułu ubezpieczeń (13,4 tys. PLN) i usług outsourcingowych od Polskich Baz Danych Gospodarczych SA płatnych w formie abonamentu i rozliczanych memoriałowo (159,0 tys. PLN).

Wartość wymienionych pozycji została przyjęta do wyceny zgodnie z wartością księgową na dzień 31.12.2006 r. ze względu na brak przesłanek do ich korekty.

Aktywa pozabilansowe

W przypadku spółek prowadzących działalność związaną z gromadzeniem, przetwarzaniem, magazynowaniem i udostępnianiem szeroko rozumianej informacji, w tym również informacji gospodarczej, o wartości ich majątku nie świadczą rzeczowe aktywa trwałe, lecz wielkość i jakość posiadanych zbiorów tychże informacji. W przypadku Bazy Danych Sp. z o.o. do aktywów mających podobny charakter zalicza się będącą w posiadaniu spółki bazę własną zawierającą około 100 tys. negatywnych informacji gospodarczych o konsumentach i przedsiębiorstwach oraz dostęp do międzybankowego systemu wymiany informacji (650 tys. negatywnych informacji gospodarczych) będącego własnością PBDG SA oraz „sądowego rejestru dłużników” (633 tys. wpisów negatywnych). Należy przy tym pamiętać, że wyceniana spółka jako jedyna w kraju ma dostęp do informacji pochodzących z systemu sądowego.

W praktyce oszacowanie wartości tego typu aktywów pozabilansowych (wartość zgromadzonych informacji, wartość dostępu do informacji) jest bardzo problematyczne. Stosowane są najczęściej podejścia: 1) kosztowe (koszt utworzenia bazy informacji, koszt uzyskania dostępu do bazy informacji) lub 2) dochodowe (skapitalizowany dochód z tytułów posiadania bazy informacji lub posiadania dostępu do niej). W obu podejściach kluczowym problemem jest zidentyfikowanie, a przede wszystkim precyzyjne skwantyfikowanie kosztów związanych z utworzeniem/uzyskaniem dostępu do bazy informacji (podejście kosztowe) lub dochodów dających się przypisać wyłącznie

jako efekty posiadania bazy informacji lub dostępu do niej (podejście dochodowe). Stosowane rozwiązania przyjmują również odmienną procedurę szacowania wartości aktywów pozabilansowych. Przyjmuje się bowiem, że ich wartość może zostać określona w drodze różnicy między kwotą wyceny dochodowej a wartością zidentyfikowanych materialnych i niematerialnych składników majątkowych.

Ze względu na charakter wyceny (wycena spółki, a nie jej składników majątkowych) ograniczenia analityczne wynikające z zasad ewidencjonowania przychodów spółki oraz krótki czas na realizację wyceny jedynym możliwym w tych warunkach sposobem uwzględnienia wartości opisywanych aktywów pozabilansowych spółki jest dokonanie uproszczonego oszacowania wartości własnej bazy informacji gospodarczej oraz dostępu do baz PBDG SA i rejestru sądowego na podstawie przyjętych założeń.

Na podstawie dostępnych informacji oceniono, że wielkość i jakość bazy własnej wpływa na liczbę zgłaszanych przez klientów zapytań, jednak to dostęp do baz PBDG SA i rejestru sądowego, jako jedynego posiadającego taką możliwość podmiotu (pomimo że w umowie nie ma zapisu mówiącego o wyłączności Bazy Danych Sp. z o.o.), pozwala spółce osiągać ponadnormatywne korzyści sprowadzające się przede wszystkim do otrzymywania zleceń, których nie uzyskalaby bez opisywanego dostępu do sądowych baz informacji.

Przyjęto, że uzasadnione jest przypisanie z tytułu posiadania własnej bazy informacji gospodarczej kwoty odpowiadającej 5% rocznych przychodów spółki, przyjmując za bazę odniesienia sprzedaż roczną osiągniętą na dzień wyceny, tj. 31.12.2006 r. Przychody roku 2006 są bowiem wykładnią wartości własnej bazy informacji gospodarczej w jej aktualnej na dzień wyceny formie i stanie. Z wymienionego tytułu przyjęto do wyceny kwotę wynikającą z powyższych założeń, tj. 119,7 tys. PLN.

Za właściwe i uzasadnione uznano przypisanie wartości dostępu Bazy Danych Sp. z o.o. do baz informacji PBDG SA i rejestru sądowego również za pomocą formuły dochodowej. Należy jednak uwzględnić fakt, że dostęp do zewnętrznych baz ma odmienny charakter. Spółka nie będzie ponosić nakładów na ich rozbudowę, natomiast korzystanie z nich wynika z podpisanych przez spółkę umów i dokonywane jest za odpowiednią opłatą. Istotne jest przy tym, że spółka jest jedynym podmiotem posiadającym taki dostęp. Będzie więc w stanie oferować swoim klientom produkt lepszy od konkurencji, a więc realizować będzie dodatkowe korzyści finansowe. W związku z tym do wyceny metodą NAV zdecydowano się przyjąć wartość opisywanego aktywa pozabilansowego jako kwotę odpowiadającą 30% zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzyskiwanych przez spółkę w toku jej przyszłej działalności. Kwota ta stanowi dzisiejszą wartość przyszłych korzyści netto osiągniętych przez Bazy Danych Sp. z o.o. z tytułu posiadania dostępu do baz informacji Bazy Danych Sp. z o.o. i rejestru sądowego i została oszacowana na 2184,3 tys. PLN i w tej wielkości przyjęta do wyceny.

Łączna wartość aktywów pozabilansowych Bazy Danych Sp. z o.o. została oszacowana na 2303,9 tys. PLN.

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania na dzień 31.12.2006 wynosiły 3487,3 tys. PLN. Na tę wartość składały się:

- rezerwy na zobowiązania w wysokości 58,1 tys. PLN, w tym:
 - rezerwa na audyt – 5 tys. PLN,
 - rezerwa z tytułu niewykorzystanych urlopów – 28,4 tys. PLN,
 - rezerwa na usługi księgowe – 6 tys. PLN,
 - rezerwa z tytułu uczestnictwa BR – 15 tys. PLN,
 - rezerwa na sporządzenie sprawozdania finansowego – 3 tys. PLN,
 - pozostałe rezerwy – 0,8 tys. PLN,
- zobowiązania długoterminowe z tytułu kredytu w kwocie 847 tys. PLN zaciągniętego na działalność bieżącą spółki; harmonogram spłaty kredytu przewiduje jego całkowite uregulowanie do 31 października 2007 r. w 6 transzach w wysokości od 100 tys. PLN do 259 tys. PLN,
- saldo zobowiązań krótkoterminowych w kwocie 1701,7 tys. PLN, których głównym składnikiem jest zobowiązanie handlowe wobec głównego udziałowca (PBDG SA) o okresie spłaty przekraczającym 12 miesięcy (1481,1 tys. PLN); szczegółowe informacje dotyczące pozycji zobowiązań krótkoterminowych przedstawia tab. 3;
- rozliczenia międzyokresowe w kwocie 880,5 tys. PLN, na które składają się głównie rozliczenia względem PBDG SA z tytułu umowy handlowej (577,5 tys. PLN) i zaliczka Operator Komórkowy SA pod przyszłe świadczenia usług z systemu baz danych (300 tys. PLN).

Tabela 3. Wykaz zobowiązań krótkoterminowych Bazy Danych Sp. z o.o. na dzień 31.12.2006 r. w PLN

Wyszczególnienie	BV 31.12.2006
Wobec jednostek powiązanych, w tym:	1 579 879
z tytułu dostaw i usług płacone do 12 miesięcy	98 761
z tytułu dostaw i usług płacone powyżej 12 miesięcy	1 481 118
Wobec pozostałych jednostek, w tym:	121 840
z tytułu dostaw i usług płacone do 12 miesięcy	81 328
z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	40 347
inne	165
Razem	1 701 719

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji ze spółki.

Do wyceny przyjęto wartość księgową netto rezerw i zobowiązań, gdyż nie istnieją przesłanki, na podstawie których niezbędna byłaby korekta tej pozycji pasywów.

Pasywa pozabilansowe

Według informacji przekazanych przez zleceniodawcę majątek Bazy Danych Sp. z o.o. nie jest obciążony pasywami pozabilansowymi.

Szacunek wartości spółki metodą NAV

Tabela 4 przedstawia wycenę Bazy Danych Sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto na podstawie opisanych wyżej założeń. Wycena została sporządzo-

na na dzień 31.12.2006 r. Prezentowane w tabeli wartości oszacowane metodą NAV zostały porównane z wartościami księgowymi (BV – *Book Value*).

Tabela 4. Wycena Bazy Danych Sp. z o.o. metodą NAV na dzień 31.12.2006 r.

Wycena spółki Bazy Danych Sp. z o.o. metodą NAV	BV 31.12.2006	NAV 31.12.2006
AKTYWA TRWAŁE	3 033 651	3 003 017
Wartości niematerialne i prawne	1 723 906	1 743 200
Środki trwałe	170 684	159 700
Grunty	0	0
Budynki i budowle	27 026	15 000
Urządzenia techniczne	49 664	58 000
Środki transportu	0	0
Inne środki trwałe	93 995	86 700
Środki trwałe w budowie	0	0
Należności długoterminowe	38 943	38 943
Inwestycje długoterminowe	0	0
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 100 117	1 100 117
AKTYWA OBROTOWE	1 268 231	1 268 231
Zapasy	0	0
Należności krótkoterminowe	797 732	797 732
Środki pieniężne	290 666	290 666
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	179 832	179 832
SUMA AKTYWÓW	4 301 882	4 271 248
Aktywa pozabilansowe	-	2 303 944
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 487 288	3 487 288
WARTOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO	814 594	3 087 904

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ze spółki.

Wartość Bazy Danych Sp. z o.o. wynikająca z wyceny metodą skorygowanych aktywów netto wynosi **3 087 904 PLN** i jest wyższa od wartości księgowej o 2 273 310 PLN. Na różnicę między wartością księgową a wartością skorygowanych aktywów netto największy wpływ ma uwzględnienie w wycenie majątkowej wartości aktywów pozabilansowych spółki. Ze względu na charakter prowadzonej przez nią działalności gospodarczej oraz przejściowe obniżenie wartości kapitałów własnych spółki to możliwość dostępu do baz informacji gospodarczej banków oraz wypracowane procedury organizacyjne i infrastrukturalne tego dostępu, a także sukcesywnie budowana własna baza informacji gospodarczej świadczą o wartości majątkowej Bazy Danych Sp. z o.o.

10. Zakończenie

Metoda wartości aktywów netto należy do najbardziej znanych i najczęściej stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw. Panuje dość powszechny pogląd, że jest to metoda łatwa pod względem rachunkowym i interpretacyjnym. Tymczasem jej poprawne zastosowanie wymaga sporej wiedzy, a przede wszystkim konsekwentnego przestrzegania obowiązującej procedury wyceny.

Z racji znaczenia metody wartości aktywów netto w praktyce wyceny należy dążyć do upowszechnienia wiedzy na temat zasad i warunków zastosowania tej metody, w tym także jej zalet, wad i ograniczeń. Należy przy tym korzystać z doświadczeń krajów o wieloletniej tradycji wyceny przedsiębiorstw – krajów, które wypracowały i z powodzeniem stosują najlepsze standardy w zakresie wyceny. Do państw tych należą przede wszystkim USA i Wielka Brytania. Można oczekiwać, że odpowiednie standardy odnoszące się nie tylko do metody wartości aktywów netto, ale również innych metod wyceny przedsiębiorstw, a także zasad etycznych i profesjonalnych przeprowadzania wycen zostaną wkrótce opracowane i wprowadzone także w Polsce.

Literatura

- [1] Coolidge H.C., *Survey shows trend toward larger minority discounts*, Estate Planning, September 1983.
- [2] Emory J.D., *The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock*, February 1992 through July 1993, "Business Valuation Review", March 1994.
- [3] Fishman J.E., Pratt S.P., Griffith J.C., Wilson D.K., Meltzer S.L., Hampton R.W., *Guide to business valuations*, vol. 1, second edition, Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- [4] Hall L.S., *A battle of experts*, "Valuation Today" 7/11/2003.
- [5] Hall L.S., *Valuation of fractional interests: a business appraiser's perspective*, "The Appraisal Journal", April 1989.
- [6] Hughes J., Tait N., *Changes to accounting rules risk denting confidence, say investors*, "Financial Times", 21.10.2008.
- [7] Kam S., Schroeder H., Smith C., *Pricing non-publicly traded limited partnerships*, Houlihan Valuation Advisors Valuation Report, Spring 1994.
- [8] Maher J.M., *Discounts for lack of marketability for closely-held business interests*, "Taxes", September 1976.
- [9] Mercer Z.Ch., *Valuing enterprise and shareholder cash flows. The integrated theory of business valuation*, Peabody Publishing, Memphis 2004.
- [10] *Mergerstat Review 1994*, Houlihan, Lokey, Howard & Zukin, Los Angeles 1995.
- [11] Pratt S.P., Reilly R.F., Schweih R.P.: *Valuing a business. The analysis and appraisal of closely held companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
- [12] Rozporządzenie Ministra Przekształceń Własnościowych z dnia 20 listopada 1990 r. w sprawie sposobu przeprowadzania analiz prawnych i ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstwa spółki, ich finansowania oraz kwalifikacji wymaganych od osób dokonujących analiz, DzU nr 2, poz. 10.
- [13] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy, DzU nr 64, poz. 408.
- [14] Silber W.L., *Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on stock prices*, "Financial Analysts Journal", July-August 1991.
- [15] Szymańska B., Szymańska M., *VI.1 Instrumenty finansowe - zastosowanie uregulowań MSR 32, MSR 39, MSSF 2 i MSSF 7 dla celów przekształcenia sprawozdań finansowych na MSSF*, za: wnp.pl/finance, http://finance.wnp.pl/miedzynarodowe_standardy_rachunkowosci/vi-1-instrumenty-finansowe-zastosowanie-uregulowan-msr-32-msr-39-mssf-2-i-mssf-7-dla-celow-przekształcenia-sprawozdan-finansowyc,3705_2_0_1.html.
- [16] Trout R.R., *Estimation of the discount associated with the transfer of restricted securities*, "Taxes", June 1977.

KEY ASPECTS OF APPLICATION OF THE NET ASSET VALUE METHOD (NAV) IN A VALUATION OF ENTERPRISES

Summary

The paper systematically examines one of the most popular approaches to the business valuation, namely the Net Asset Value (NAV) method. The article provides a framework for applying the right valuation procedure and specifies conditions and circumstances under which the NAV method can be employed, and debunks the myth concerning its utility. With the help of one example, the paper explains the purpose of the NAV valuation, its advantages and limitations, the step-by-step process involved in putting the method to work, and the kinds of firms to which it is applied best. Several terminological issues concerning the application of the NAV method are also discussed.