

**Dariusz Zarzecki**

Uniwersytet Szczeciński

---

## O STANDARDACH WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW. ZARYS PROBLEMU

---

**Streszczenie:** Artykuł dotyczy wybranych kwestii odnoszących się do standardów wyceny przedsiębiorstw. Omówiono istotę zawodu analityka ds. wyceny przedsiębiorstw. Minimalne wymagania, które muszą spełniać analitycy ds. wyceny przedsiębiorstw szacujący wartość firm, są określone w standardach wyceny. Członkowie American Society of Appraisers (ASA) i innych podobnych organizacji są zobowiązani do postępowania określonego w przyjętych standardach wyceny. W Polsce takie standardy w zakresie wyceny przedsiębiorstw nie zostały jak dotąd wypracowane. Brak standardów wpływa na jakość i wiarygodność raportów z wyceny przedsiębiorstw. Dlatego wskazane jest podjęcie wysiłku w celu wypracowania i wdrożenia standardów wyceny przedsiębiorstw, które przyczynią się do wzmocnienia zawodu analityka ds. wyceny przedsiębiorstw w Polsce.

**Słowa kluczowe:** wartość, wycena przedsiębiorstw, standardy wyceny.

### 1. Istota wyceny przedsiębiorstw

Wycena przedsiębiorstw w Polsce zaczęła się na dobre wraz ze zmianą systemu społeczno-politycznego w 1990 r. i wprowadzeniem reguł gospodarki rynkowej. Rozpoczęta wówczas prywatyzacja zakładała sprzedaż lub wydzierżawienie prywatnym inwestorom występujących we wszystkich dziedzinach gospodarki przedsiębiorstw państwowych. Transakcje prywatyzacyjne były poprzedzone wyceną tych podmiotów w celu ustalenia ceny sprzedaży<sup>1</sup>.

Po przejściu kilku fal prywatyzacji wycena przedsiębiorstw zaczęła odgrywać coraz większą rolę w odniesieniu do podmiotów prywatnych. Chodzi o transakcje kupna i sprzedaży firm oraz określonych pakietów ich akcji (udziałów), podnoszenie kapitału, fuzje i przejęcia, podziały firm i inne sytuacje, w których wycena jest wskazana, a niekiedy prawnie wymagana.

Angielski termin *business valuation* określa się jako akt, proces, czynność określania wartości przedsiębiorstwa lub kapitału własnego. W Polsce przyjęto określenie „wycena przedsiębiorstw”, które oznacza proces szacowania wartości kapitału

---

<sup>1</sup> Problematyka wyceny przedsiębiorstw w Polsce poruszana jest w wielu pracach. Zob. np. [Malinowska 2001; Mączyńska 1994; Borowiecki, Jaki, Kaczmarek 1998].

własnego. Może to być wycena całości kapitału własnego, jak również określonego pakietu akcji/udziałów. W tym drugim przypadku mamy do czynienia z wyceną pakietów kontrolnych oraz wyceną pakietów mniejszościowych.

W Polsce wycena przedsiębiorstw nie jest prawnie uregulowana. Zakłada się, że regulatorem jest rynek i ogólnie przyjęte „dobre praktyki”. Są oczywiście dobre strony takiego rozwiązania (wolna konkurencja), aczkolwiek można też mówić o pewnych zagrożeniach, przejawiających się przede wszystkim w niskiej jakości wycen. Cierpi na tym wiarygodność uzyskiwanych wyników, a to może oznaczać podejmowanie nieracjonalnych, a często po prostu błędnych decyzji. W związku z tym wprowadzenie pewnych standardów w tym zakresie wydaje się w pełni uzasadnione. Wypracowanie i wdrożenie do polskiej praktyki standardów wyceny przedsiębiorstw leży przede wszystkim w interesie użytkowników wycen, którzy mają prawo oczekiwać wiarygodnych, rzetelnych, zgodnych z najlepszą praktyką światową wycen. Tylko takie wyceny dają możliwość podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych.

## 2. Standardy wyceny przedsiębiorstw

W USA wycena przedsiębiorstw rozwinęła się do tego stopnia, że standardy wyceny przedsiębiorstw zostały nie tylko opracowane, ale i w pełnym zakresie wdrożone do praktyki, czego dowodzi szerokie odwoływanie się do nich przez sądy, urzędy skarbowe, prawników, pośredników, doradców, właścicieli, wierzycieli i innych uczestników obrotu gospodarczego. Początki standardów wyceny w USA sięgają 1950 r. i były naturalną odpowiedzią na potrzeby zgłaszane przez praktykę. To, że standardy wyceny najpierw pojawiły się właśnie w USA, nie może dziwić, był i nadal jest to bowiem największy rynek świata, na którym dokonuje się najwięcej transakcji kupna-sprzedaży firm i ich części. W USA znaczenie rynków kapitałowych w gospodarce jest zdecydowanie większe niż np. w Europie czy Azji.

W istocie wszystkie wyceny mogą być przedmiotem krytycznej oceny i często są kontestowane. Podmiotem kontestującym może być urząd skarbowy, strony transakcji, krewni stron transakcji, inni akcjonariusze i udziałowcy, wierzyciele itp.

W USA „Jednolite standardy zawodowej praktyki wyceny” (*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice – USPAP*) są uważane za zestaw zawodowych standardów odpowiednich do każdej wyceny – niezależnie od tego, czy dotyczą nieruchomości, ruchomości, przedsiębiorstwa, udziałów w przedsiębiorstwie czy też aktywów niematerialnych. USPAP są wydawane przez Radę Standardów Wyceny (Appraisal Standards Board – ASB) wchodzącą w skład Fundacji Wyceny (Appraisal Foundation), która jest edukacyjną organizacją *non-profit* utworzoną w 1987 r. Celem Fundacji Wyceny jest wzmacnianie i rozwijanie profesjonalizmu w zakresie wyceny przez ustanowienie i promowanie standardów i kwalifikacji dotyczących wyceny. Stosownie do misji przyjętej przez Fundację Wyceny „Rada Standardów Wyceny upowszechnia ogólnie akceptowane standardy wyceny”. Rada Standardów Wyceny corocznie (zwykle w listopadzie) wydaje zaktualizowaną wersję USPAP.

W Kanadzie od 1971 r. działa The Canadian Institute of Chartered Business Valuators – organizacja licząca ponad 1200 członków. Organizacja wypracowała własny standard wyceny firm. Rozwiązania kanadyjskie są bardzo zbliżone do amerykańskich.

W Wielkiej Brytanii od 1996 r. istnieje stowarzyszenie pod nazwą The Society of Share and Business Valuers (SSBV), będące forum wymiany doświadczeń i instytucją szkoleniową dla członków i kandydatów. Zapewnia klientom dostęp do najlepszych profesjonalistów z obszaru wyceny firm. Tzw. pełni członkowie należą do najbardziej doświadczonych praktyków zajmujących się wyceną udziałów i akcji. Stowarzyszenie nie ustanowiło jednak własnych standardów wyceny przedsiębiorstw. Na Wyspach pojawiają się jednak od czasu do czasu głosy wskazujące na potrzebę wypracowania krajowych standardów wyceny firm, które doprowadziłyby do poprawy jakości wycen, ograniczenia dowolności w zakresie metodyki i zwiększenia wiarygodności wyników wycen.

Pośrednio wyceną przedsiębiorstw w Wielkiej Brytanii zajmują się także inne specjalistyczne organizacje zawodowe, m.in. Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), Chartered Institute of Taxation. Brytyjczycy powszechnie korzystają również z doświadczeń i standardów amerykańskich, kanadyjskich i – co ciekawe – hongkońskich i nowozelandzkich.

W Polsce od 2004 r. istnieje Polskie Stowarzyszenie Biegłych w Dziedzinie Wycen Przedsiębiorstw. Jest to organizacja zawodowa zrzeszająca osoby czynnie zajmujące się problematyką wycen podmiotów gospodarczych. Stworzona przez osoby z firm konsultingowych nie zdołała jak dotąd wypracować powszechnie obowiązujących standardów. Jest jednak ciekawą i cenną inicjatywą promującą dobre praktyki w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Z deklaracji znajdującej się na stronie internetowej stowarzyszenia można dowiedzieć się, że „organizacja powstała w odpowiedzi na zapotrzebowanie zgłaszane w związku z dynamicznym rozwojem polskiego rynku kapitałowego, który od początkowej fazy inwestycyjno-prywatyzacyjnej przeszedł już do bardziej zaawansowanego stadium wtórnego obrotu papierami wartościowymi, związanego zarówno z procesami konsolidacji w jednych sektorach, jak i z decyzjami o dezinwestycji w innych działach gospodarki” [Internet 1].

Komisja Standardów Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych w dniu 15 października 2008 r. powołała Zespół Noty Interpretacyjnej nr 5 „Wycena przedsiębiorstw”. Nota Interpretacyjna nr 5 (NI5) nie ma być jednak klasycznym standardem wyceny przedsiębiorstw, ale raczej specyfikacją minimalnych wymagań w zakresie wyceny, które należy spełnić. Wspomniana nota, która jest adresowana do rzeczoznawców majątkowych, nie porusza wielu kluczowych wątków metodycznych odnoszących się do wyceny przedsiębiorstw. Postępowanie zgodne z zapisami NI5 będzie stanowiło warunek konieczny, ale nie wystarczający do dokonania poprawnej wyceny przedsiębiorstwa lub określonego pakietu jego akcji/udziałów. Celem noty jest przedstawienie, wypracowanych z inicjatywy śro-

dowiska zawodowego rzeczoznawców majątkowych, zasad dobrej praktyki zawodowej w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Oczekuje się, że dzięki zastosowaniu NI5 nastąpi uporządkowanie rynku wycen przedsiębiorstw dokonywanych przez rzeczoznawców majątkowych, a przede wszystkim poprawa jakości i podniesienie wiarygodności wycen dla dobra ich użytkowników.

Należy wyraźnie podkreślić, że nota dotyczy czynności, których wykonywanie nie jest objęte zakresem uprawnień rzeczoznawców majątkowych określonych w art. 174 ust. 3 i 3a ustawy o gospodarce nieruchomościami. Wycena przedsiębiorstwa nie stanowi przejawu działalności zawodowej rzeczoznawcy majątkowego. Przepisy prawa nie zastrzegają wyceny przedsiębiorstw jako domeny określonej grupy zawodowej, czynności te mogą wykonywać także rzeczoznawcy majątkowi, którzy występują w tym przypadku w roli specjalisty, eksperta lub doradcy.

W zakresie wyceny przedsiębiorstw można odwoływać się do Międzynarodowych Standardów Wycen ze wskazówką interpretacyjną nr 6 „Wycena przedsiębiorstw” (weszły w życie 31 lipca 2007 r.) [*Międzynarodowe Standardy Wyceny...* 2009, s. 206-228]. WI 6 jest cennym drogowskazem, jednak na tyle ogólnym, że wprowadzenie krajowej noty NI5 wydaje się w pełni uzasadnione. W wycenie przedsiębiorstw mogą mieć zastosowanie podstawowe zasady wyceny stanowiące zasób PKZW (skrót oznaczający Powszechne Krajowe Zasady Wyceny). Projektowaną NI5 należy odczytywać z uwzględnieniem stosownych zapisów pozostałych standardów i not interpretacyjnych. Poszczególne definicje i pojęcia noty mogą się różnić od definicji i pojęć stosowanych w wycenie nieruchomości.

### 3. Pozycja zawodowa analityka ds. wyceny przedsiębiorstw

Pojawia się w tym miejscu kwestia określenia zawodu wykonywanego przez tych, którzy dokonują wyceny przedsiębiorstw. W USA bez większych problemów używane są zamiennie m.in. następujące określenia tej profesji: *business appraiser*, *business valuation analyst*, *certified valuation analyst*, *business valuator*.

W praktyce amerykańskiej występuje duża różnorodność certyfikatów oferowanych przez różne organizacje zrzeszające osoby zajmujące się profesjonalnie wyceną przedsiębiorstw. Amerykańskie Stowarzyszenie Wyceniających (ASA) nadaje trzy uprawnienia w zakresie wyceny przedsiębiorstw: Accredited Member (AM), Accredited Senior Appraiser (ASA), Master Gemologist Appraiser® oraz Fellow (FASA).

Wyceną przedsiębiorstw zajmują się również posiadacze dyplomu CFA (Chartered Financial Analyst), a także biegli rewidenci z różnymi stopniami zawodowymi (np. ACCA).

**Tabela 1.** Wybrane organizacje amerykańskie wydające certyfikaty w zakresie wyceny przedsiębiorstw

Organizacja	Certyfikat zawodowy	Krótki opis wymagań
American Society of Appraisers	AM – Accredited Member	Ukończony licencjat (college degree), 2 lata praktyki w zakresie wyceny, ukończone 4 kursy i zdany egzamin, przedłożone i zaakceptowane raporty z wyceny
	ASA – Accredited Senior Appraiser	Spełnienie wymogów wymienionych powyżej oraz dodatkowe 3 lata praktyki w zakresie wyceny
	FASA – Fellow	Spełnienie wymogów wymienionych powyżej oraz pozytywny wynik głosowania Kolegium Stowarzyszenia (the College of Fellows) na podstawie wykazanych osiągnięć w zawodowych i organizacyjnych
Institute of Business Appraisers	CBA – Certified Business Appraiser	Ukończony licencjat (college), ukończony 1 kurs i zdany egzamin, przedłożone i zaakceptowane 2 raporty z wyceny, zakończone co najmniej dwie wyceny firm
	MCBA – Master Certified Business Appraiser	Spełnienie wymogów wymienionych powyżej oraz 10 lat praktyki w zakresie wyceny, udokumentowane publikacje lub wykłady oraz referencje od 4 innych CBAs (dyplomowanych analityków ds. wyceny przedsiębiorstw)
	FIBA – Fellow	Spełnienie wymogów wymienionych powyżej oraz pozytywny wynik głosowania Kolegium Stowarzyszenia (the College of Fellows) na podstawie wykazanych osiągnięć w zawodowych i organizacyjnych
National Association of Certified Valuation Analysts	AVA – Accredited Valuation Analyst	Dyplom w zakresie biznesu (business degree), zdanie egzaminów na analityków, 2 lata praktyki lub przeprowadzenie co najmniej wycen przedsiębiorstw
	CVA – Certified Valuation Analyst	Ukończony licencjat (college degree), ukończony 1 kurs i zdany egzamin, posiadanie dyplomu CPA (biegłego rewidenta)
American Institute of Certified Public Accountants	ABV – Accredited in Business Valuation	Członek AICPA z licencją CPA Business Valuation (biegłego rewidenta w zakresie wyceny biznesu), zdany jednodniowy egzamin, udział w 10 wycenach przedsiębiorstw
The Canadian Institute of Chartered Business Valuators	CBV – Chartered Business Valuator	Ukończony licencjat (college degree), ukończone 6 kursów z zakresu wyceny i zdane egzaminy, łącznie co najmniej 1500 godzin zrealizowanych w pracach w zakresie wyceny
	FCBV – Fellow	Spełnienie wymogów wymienionych powyżej oraz pozytywny wynik głosowania członków stowarzyszenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych poszczególnych organizacji.

#### 4. Stopnie sformalizowania wyceny przedsiębiorstw

W praktyce wycena jest przeprowadzana z wielu różnych powodów i pełni kilka ważnych funkcji. Konsekwencją tego jest różny stopień sformalizowania dokonywanych szacunków wyceny. W amerykańskiej praktyce wyceny wyróżnia się trzy rodzaje wycen:

- 1) pełną wycenę (*appraisal*),
- 2) ograniczoną wycenę (*limited appraisal*),
- 3) szacunkową wycenę (*calculation*).

Podział ten znalazł się w standardzie wyceny biznesu Amerykańskiego Stowarzyszenia Analityków ds. Wyceny (ASA) [*ASA Business...* 2008, s. 6].

Wymienione rodzaje wycen różnią się zakresem, szczegółowością i stopniem sformalizowania. W literaturze przedmiotu najczęściej spotyka się podział na wyceny formalne i nieformalne. Niektórzy autorzy wyróżniają jeszcze jeden rodzaj wycen – tzw. wyceny oficjalne, które w podanej klasyfikacji mieszczą się w grupie wycen formalnych [Guatri 1996, s. 187]. Można więc przyjąć, że wszystkie wyceny przedsiębiorstw dadzą się zakwalifikować do jednej z następujących grup:

- szacunki nieformalne,
- szacunki sformalizowane,
- szacunki oficjalne.

Pierwszy rodzaj szacunków jest stosowany przez spółki, banki, firmy konsultingowe lub inne zainteresowane podmioty dla celów czysto informacyjnych. Wyceny te mogą, ale nie muszą, być podbudowane odpowiednimi analizami. Szacunki nieformalne nie pociągają za sobą konieczności sporządzenia pisemnego raportu. Jest to typowy szacunek dla podmiotów, które pragną zbadać korzyści wynikające z przejęcia, nawet czysto hipotetycznie, lub dla tych, które pragną zebrać wszystkie dostępne informacje w celu wzmocnienia siły własnych argumentów w ramach przygotowań do negocjacji związanych z przejęciem lub sprzedażą przedsiębiorstwa oraz chcą określić granice wyznaczone przez ceny, powyżej których już nie opłaca się sprzedaż lub przejęcie.

Duże grupy kapitałowe, instytucje ubezpieczeniowe i banki często dysponują własnymi wyspecjalizowanymi biurami analiz odpowiedzialnymi za przeprowadzanie wycen. Korzystanie z pomocy wykwalifikowanych analityków z zewnątrz w czasie przygotowań bądź w trakcie prowadzenia pertraktacji nie jest jednak niczym niezwykłym. Dodatkowe szacunki wartości umożliwiają zawężenie obszaru niepewności wynikającego z różnych założeń i odmiennych podejść do wyceny.

Oceny sformalizowane są zawsze przeprowadzane przez profesjonalnych analityków i prezentowane w postaci raportu. Taki raport składa się z pewnych stałych elementów i musi zawierać m.in. przedmiot, cel i datę wyceny, źródła wykorzystanych informacji, uzasadnienie zastosowanych metod i dokonanych wyborów (wraz z podaniem przesłanek), sposób przeprowadzenia obliczeń oraz zestawienie ostatecznych wyników wraz z interpretacją [BVS-II 1991, s. 1-3]. Szacunki formalne są

przeprowadzane dla celów informacyjnych bądź zachowania ostrożności (*precautionary purposes*). Istotę tych ostatnich wyjaśniają poniższe przykłady [Guatri 1996, s. 187-188].

W przypadku fuzji dwóch spółek dokonywanej przez przyłączenie spółki giełdowej A do spółki giełdowej B konieczne jest określenie współczynnika zamiany akcji (*exchange of shares ratio*). Powszechną praktyką jest powierzenie prac nad określeniem tego współczynnika odpowiednim ekspertom. W ten sposób menedżerowie bronią się przed możliwością wyniknięcia sporów na tle wyceny bądź przed powstaniem konfliktu interesów (może się on pojawić wówczas, gdy spółka przejmująca kontroluje przejmowaną)<sup>2</sup>.

Zabezpieczająca funkcja wyceny (dokonywanej przez ekspertów) jest szczególnie widoczna w przypadku przesunięć udziałów z jednej spółki do drugiej w ramach tej samej grupy. Wówczas brak pertraktacji z prawdziwego zdarzenia (własność taka sama w odniesieniu do obydwu spółek) skłania menedżerów zarządzających zainteresowanymi spółkami do opierania się na szacunkach dotyczących właściwej ceny, które są przeprowadzane przez analityków zewnętrznych.

Niekiedy sformalizowane wyceny są składane przez odpowiedzialnych za nie analityków pod przysięgą. Zatem przyjmują oni na siebie określone prawem zobowiązania w razie wystąpienia błędów. Jednak w praktyce etyka zawodowa i dbałość analityków o swoje dobre imię i reputację znaczą więcej niż takie formalnoprawne zobowiązania.

Szacunki oficjalne są wiążące dla zainteresowanych stron i wywołują dokładnie określone skutki prawne. Istnieją różne rodzaje omawianych szacunków. Na przykład we Włoszech do najbardziej rozpowszechnionych należą następujące [Guatri 1996, s. 188]:

a) szacunki oficjalne (ekspert jest wyznaczany przez przewodniczącego składu sędziowskiego) odnoszące się do wyceny jednostek biznesowych, np. przedsiębiorstw bądź zakładów/oddziałów, które zostaną odłączone od jednej spółki i przyłączone do drugiej; wówczas dokonanie szacunku oficjalnego jest obligatoryjne, a wyniki wiążące; podobne sytuacje odnoszą się do szacunków związanych z nabyciem spółki cywilnej i przejściem aktywów przez założycieli; w obu przypadkach szacunek jest prawie zawsze rozumiany jako górna granica wartości, która może zostać przypisana do inwestycji;

b) szacunki przeprowadzane przez arbitrów ponoszących określoną prawem odpowiedzialność wobec zainteresowanych stron (ze skutkiem wyroku sądowego);

c) szacunki oficjalne wyznaczające wysokość ceny bazowej/odniesienia (*base price*) dla potrzeb pertraktacji bądź licytacji przeprowadzanej według procedur zapewniających zachowanie warunków konkurencji.

---

<sup>2</sup> W polskim prawie za prawidłowość wyceny udziałów i akcji w spółkach kapitałowych odpowiada zarząd.

Praktyka innych krajów o ugruntowanej gospodarce rynkowej jest bardzo zbliżona z praktyką włoską, aczkolwiek występują liczne różnice, przede wszystkim na płaszczyźnie prawnej. Niemniej można dokonać próby uogólnienia przez wyróżnienie następujących rodzajów wycen przedsiębiorstw ze względu na cele wyceny [Guatri 1996, s. 188]:

- wyceny informacyjne (*informative valuations*),
- wyceny dla zachowania środków ostrożności (*precautionary valuations*),
- wyceny wiążące (*binding valuations*).

W pierwszej grupie znajdują się wszystkie wyceny nieformalne i znaczna część wycen formalnych (różnica dotycząca stopnia sformalizowania wyceny ma oczywiście wpływ na wiarygodność i użyteczność wyników takich wycen). W drugiej grupie mieszczą się pozostałe wyceny formalne. Trzecia grupa składa się ze wszystkich rodzajów wycen oficjalnych, w tym wycen dokonywanych w związku z różnymi sprawami sądowymi [Blackman 1989, s. 12]. Przedstawione rozróżnienie ma duże znaczenie praktyczne, implikuje bowiem decyzje dotyczące wyboru rodzaju szacunku najbardziej odpowiedniego w danej sytuacji. Różnice w szczegółowości wyceny, jej pracochłonności i kosztach są – w zależności od rodzaju wyceny – często bardzo znaczne. Określenie rodzaju dokonywanego szacunku jest zatem niezwykle ważnym elementem całego procesu szacowania wartości przedsiębiorstwa.

We wspomnianym wcześniej projekcie Noty NI5 proponuje się przyjęcie następującej klasyfikacji wycen przedsiębiorstw:

1. Pełną wycenę przedsiębiorstwa, której celem jest wydanie opinii na temat wartości przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metod i procedur właściwych do obiektywnego, bezstronnego i rzetelnego określenia wartości.

2. Uproszczoną wycenę przedsiębiorstwa, której celem jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z pominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur wymaganych w punkcie 1. W uproszczonej wycenie przedsiębiorstwa powinny zostać wyszczególnione przyjęte ograniczenia i uproszczenia wraz z uzasadnieniem ich zastosowania.

3. Kalkulację wartości przedsiębiorstwa, której celem jest wstępne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z pominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur wymaganych w punkcie 1. Przyjęte ograniczenia i uproszczenia powinny zostać przedstawione. Zakres zastosowanych ograniczeń i uproszczeń może zostać uzgodniony pomiędzy wyceniającym i zamawiającym.

## 5. Zawartość BVS – VIII: pisemny raport z wyceny

Poniżej zaprezentowano główne elementy BVS VIII, czyli standardu wyceny przedsiębiorstw nr VIII, opracowanego przez American Society of Appraisers (ASA), a poświęconego zawartości raportu z wyceny. BVS VIII w dużym stopniu bazuje na USPAP Standard 10. Skrót USPAP oznacza *Uniform Standards of Professional Ap-*

*praisal Practice*, a standard dotyczy wyceny przedsiębiorstw i raportowania [Mercer 2007, s. 292-294 i 265-269].

USPAP Standard 10 jest ogólny w treści i uszczegóławia tylko pierwszą i ostatnią sekcję raportu (definicja projektu oraz certyfikat biegłego). Natomiast BVS VIII bardziej szczegółowo odnosi się do zawartości raportu z wyceny, wskazując na konieczność zaprezentowania: opisu przedmiotu wyceny, analizy finansowej oraz zastosowanych metod wyceny.

W preambule BVS-VIII stwierdza się, że raport (pisemny lub ustny) powinien spełniać co najmniej wymagania Standardu 10.2 USPAP (10.1 uwagi ogólne; 10.2 zawartość raportu; 10.3 certyfikat).

Raport pisemny winien być podpisany przez biegłego (biegły jest tutaj rozumiany jako osoba fizyczna lub podmiot podpisujący umowę z klientem), który bierze odpowiedzialność za stwierdzenia zawarte w raporcie. Raport winien zawierać certyfikat (o którym mówi Standard 10 USPAP) podpisany przez biegłego (tutaj osobę fizyczną), która bierze odpowiedzialność za rekomendacje wartości przedstawione w raporcie.

W standardzie znajdują następujące „Założenia i warunki ograniczające”:

- Raport winien zawierać stwierdzenie, że biegły nie ma żadnego interesu ekonomicznego w przedmiocie wyceny oraz że nie istnieje konflikt interesów, który by podawał w wątpliwość niezależność i obiektywność biegłego; jeżeli takie fakty istnieją (interes ekonomiczny lub konflikt interesów), muszą być one ujawnione w raporcie.
- W sytuacjach gdy miało to miejsce, raport winien wskazywać, że biegły opierał się na niezwyfikowanych samodzielnie danych dostarczonych przez inne podmioty, oraz powinien wskazywać inne źródła informacji, na których bazował.
- Raport winien zawierać stwierdzenie, że wycena jest ważna jedynie na wskazaną datę wyceny oraz dla danego celu wyceny.

W raporcie należy określić definicję zlecenia wyceny (*definition of valuation assignment*). Ścisła definicja zlecenia wyceny musi być zawarta w raporcie. Obejmuje ona:

- przedmiot wyceny (np. pakiet 20% udziałów spółki X; całe zorganizowane przedsiębiorstwo spółki Y; 1/3 udziału w zorganizowanym przedsiębiorstwie spółki jawnej Z itp.);
- cel wyceny/zakładane wykorzystanie wyniku wyceny;
- standard wartości (*standard of value*) – podany i zdefiniowany (np. godziwa wartość rynkowa; wartość inwestycji);
- podstawowe założenie dotyczące wartości (*premise of value* – założenie kontynuowania działalności lub założenie likwidacji);
- poziom wartości (*level of value*) – pakiet kontrolny lub mniejszościowy; akcje notowane na giełdzie lub nienotowane);
- datę wyceny (na jaki dzień została przeprowadzona wycena) oraz datę przygotowania raportu;
- potencjalnie inne elementy, jeśli jest to uzasadnione.

W opisie wycenianego podmiotu muszą znaleźć się następujące elementy:

- forma prawna (sp. jawna, sp. z o.o., SA itp.);
- historia przedsiębiorstwa;
- produkty/usługi;
- rynki/klienci;
- zarząd;
- główne aktywa (materialne i niematerialne) oraz zobowiązania;
- ogólne perspektywy/prognozy dla gospodarki, sektora oraz przedsiębiorstwa;
- historyczne/przeszłe transakcje dotyczące przedmiotu wyceny;
- wrażliwość na czynniki sezonowości/cykliczności;
- konkurencja;
- źródła informacji wykorzystane w wycenie;
- inne kluczowe informacje i dane niezbędne do przedstawienia podmiotu.

Raport winien zawierać analizę finansową obejmującą:

- analizę historycznych sprawozdań finansowych podmiotu, którego wycena dotyczy; muszą być załączone historyczne rachunki zysków i strat oraz bilanse za wystarczający okres z punktu widzenia celu przeprowadzenia wyceny oraz istoty działalności operacyjnej podmiotu;
- w sytuacji dokonywania korekt do sprawozdań finansowych powinny być one rzetelnie uzasadnione i wyjaśnione;
- w sytuacji gdy prognozy rachunku zysków i strat oraz bilansu są użyte do wyceny, główne założenia do prognozy sprawozdań finansowych powinny być przedstawione i uzasadnione;
- jeśli jest to celowe dla procesu wyceny, wyniki finansowe podmiotu, którego dotyczy wycena, powinny być przeanalizowane na tle sektora, w którym przedsiębiorstwo działa.

Raport winien przedstawiać zastosowane metody wyceny:

- Uzasadnienie wyboru określonych metod wyceny powinno być podane w raporcie.
- Każda zastosowana metoda wyceny musi być opisana, z przedstawieniem metodologii, poszczególnych etapów i procedur właściwych dla danej metody; opis całej wyceny powinien być na tyle szczegółowy, aby umożliwić zakładanym użytkownikom wyceny zrozumienie, w jaki sposób biegły dokonał końcowej rekomendacji wartości.
- Raport powinien zawierać wyjaśnienia, w jaki sposób kluczowe wskaźniki/parametry użyte w wycenie (takie jak koszt kapitału; współczynnik kapitalizacji, mnożniki zysku netto, EBIT, premie, dyskonta itp.) zostały oszacowane i zastosowane przez biegłego. Dodatkowo dla przyjętych premii oraz dyskont biegły powinien przedstawić stosowne wyjaśnienia i/lub dane uzasadniające przyjęte premie/dyskonta.

Podsumowując, należy stwierdzić, że w świetle BVR VIII „Raport z wyceny” zawiera co najmniej następujące części:

- definicja wyceny (wraz z zakresem prac, ograniczeniami i zastrzeżeniami);
- opis podmiotu, którego wycena dotyczy;
- analiza finansowa;
- zastosowane metody wyceny (wraz z końcową rekomendacją);
- pieczęć i podpis biegłego.

Raport z wyceny powinien w sposób jasny i logiczny przedstawiać:

- informacje i dane istotne dla wyceny;
- zastosowane metody wyceny;
- wnioski i konkluzje z wyceny, w tym ostateczną rekomendację wartości.

BVS VIII stanowi, że „Raport z wyceny” może być przedstawiony jedynie klientowi, chyba że klient wyrazi zgodę na przedstawienie raportu stronie trzeciej lub klient wyraźnie o to poprosi. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innej właściwej jurysdykcji (policja, prokuratura itp.).

## 6. Zakończenie

Wraz z rosnącą liczbą transakcji kupna-sprzedaży firm, nowych emisji, fuzji i przejęć, wykupów menedżerskich, podziałów przedsiębiorstw, konfliktów pomiędzy akcjonariuszami, spraw spadkowych i rozwodów (w których występuje potrzeba wyceny firmy) oraz w związku z wieloma innymi zdarzeniami gospodarczymi wyraźnie wzrosło zapotrzebowanie na rzetelnie przygotowaną i obiektywną wycenę wartości przedsiębiorstwa.

Tymczasem bardzo często spotykane są przypadki niewłaściwego podejścia do szacowania wartości przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo postrzegane jest często jako zbiór należących do niego składników majątku. Często taka „wycena” przygotowywana jest przez rzeczoznawców majątkowych jako prosta suma wartości nieruchomości i aktywów obrotowych i zupełnie pomija inne elementy mogące mieć wpływ na rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, chociażby takie jak: zdolność dochodowa, wartość znaku towarowego (marki), wartość *know-how* (patentów, licencji), wartość zgromadzonych i przeszkolonych zasobów pracy itp. Pomija się często specyficzne rodzaje ryzyka, takie jak ryzyko warunkowe.

Analitik dokonujący wyceny przedsiębiorstwa powinien robić to w taki sposób, aby otrzymana wycena była możliwie najbardziej obiektywna i rzetelnie odzwierciedlała wartość przedsiębiorstwa jako zorganizowanej jednostki gospodarczej w określonym kontekście, uwzględniając cel i konkretne uwarunkowania wyceny. Realizacji tego postulatu służą m.in. standardy wyceny przedsiębiorstw, które powinny być opracowane i funkcjonować jako obowiązujące prawo lub wzorzec „dobrej praktyki”. Wydaje się, że w Polsce nastał już czas, aby takie standardy wprowadzić [Zarzecki 2010, s. 46-51].

## Literatura

- ASA Business Valuation Standards, BVS-I, General Requirements for Developing a Business Valuation*, American Society of Appraisers, The Business Valuation Committee, Herndon 2008.
- Blackman I.L., *Valuing Your Privately Held Business. The Art & Science of Establishing Your Company's Worth*, Irwin, Homewood 1989.
- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wyd. Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.
- BVS-VIII, Comprehensive Written Business Valuation Report*, American Society of Appraisers, The Business Valuation Committee, Revised July 2008, <http://www.appraisers.org/Files/Professional%20Standards/bvstandards.pdf>.
- Guatri L., *The Valuation of Firms*, Blackwell, Cambridge 1996.
- Mączyńska E., *Metody wyceny wartości przedsiębiorstw i składników ich majątku*, Międzynarodowa Szkoła Menadżerów, Warszawa 1994.
- Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- Mercer Z.Ch., *Buy-Sell Agreement. Ticking Time Bombs or Reasonable Solutions?*, Peabody Publishing, Memphis 2007
- Borowiecki R. (red.), *Metody wyceny przedsiębiorstw i przykłady ich zastosowania*, Twigger, Warszawa 1995.
- Międzynarodowe Standardy Wyceny*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.
- 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.
- Zarzecki D., *Potrzeba wprowadzenia standardów wyceny przedsiębiorstw*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” nr 6 (129), czerwiec 2010.

## Źródło internetowe

[1] <http://www.paba.org.pl/company.html>

## ON BUSINESS VALUATION STANDARDS – SELECTED TOPICS

Summary: This paper deals with selected topics of business valuation standards. The business valuation profession has been presented and discussed. Minimum requirements that all business valuation analysts must follow in performing engagements are specified in business valuation standards. Members of the American Society of Appraisers (ASA) and other associations of that type are required to follow these standards in performing valuation engagements. In Poland such standards and regulations do not exist. Lack of standards affects quality and reliability of business appraisal report. Therefore, a real effort must be undertaken to work out and introduce business valuation standards aimed at strengthening the business valuation profession in Poland.