

Standardy wartości a wycena pakietów akcji lub udziałów gwarantujących różny udział w strukturze własności

Katarzyna Byrka-Kita*

Streszczenie: W artykule przeanalizowano treść standardu godziwej wartości rynkowej, wartości sprawiedliwej, wartości inwestycyjnej oraz wartości wewnętrznej w kontekście aplikacji premii z tytułu kontroli lub też dyskonta wynikającego z posiadania udziałów mniejszościowych. Celem niniejszej pracy jest próba odpowiedzi na pytanie, w przypadku którego z nich wartość bazowa wyceny powinna być korygowana o premię z tytułu kontroli lub dyskonto wynikające z posiadania udziałów mniejszościowych. Większość podręczników i artykułów z zakresu wyceny traktuje zdawkowo kwestię aplikacji premii z tytułu kontroli oraz dyskonta wynikającego z udziałów mniejszościowych w kontekście obowiązujących standardów wartości. Proste kopiowanie rozwiązań pochodzących z rynku amerykańskiego może prowadzić do błędnych wniosków ze względu na odmienne regulacje prawne obowiązujące w Polsce. Niniejsza praca może stanowić przyczynek do dalszej dyskusji na ten temat.

Słowa kluczowe: wycena, premia z tytułu kontroli, dyskonto wynikające z posiadania udziałów mniejszościowych, standardy wartości

Wprowadzenie

W zależności od przyjętych założeń – wartość może mieć inne znaczenie. Swoistymi definicjami rodzajów poszukiwanych wartości są standardy wartości. Jest niezwykle istotne, aby w raporcie z wyceny jednoznacznie wskazać kategorię poszukiwanej wartości, wynik wyceny może bowiem znacząco się różnić w zależności od przyjętego zestawu założeń dotyczących cech, oczekiwań, warunków zawierania transakcji oraz rodzajów kupujących i sprzedających (to znaczy standardu).

W wycenie oprócz określenia celu wyceny, standardu wartości oraz zastosowania adekwatnej metody, bardzo ważną kwestią jest, czy wyceniane akcje bądź udziały są akcjami bądź udziałami większościowymi, a jeśli nie, to czy istnieje pakiet kontrolny. Pytanie to dotyczy bardzo istotnego z punktu widzenia wyceny udziałów przedsiębiorstwa zagadnienia – wartości kontroli nad spółką. Posiadacz udziałów kontrolnych może czerpać wielorakie korzyści z racji bezpośredniego wpływu na poziom i rozkład czasowy przepływów pieniężnych, w tym na sposób i terminy realizacji wydatków, które stanowią pożytki z tytułu

* dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: k.byrka-kita@wneiz.pl.

własności. Nieporozumienia dotyczące jednoznacznego i poprawnego określenia podstawy wyceny (udziały mniejszościowe lub udziały kontrolne) oraz tego czy w odniesieniu do danej kategorii wartości (standardu) należy stosować premię, tudzież dyskonto, mogą prowadzić do przypisania zawyżonych lub zaniżonych wartości wycenianym pakietom akcji lub udziałów. Niemniej jednak zarówno amerykańskie, jak i europejskie standardy wartości nie wskazują w sposób bezpośredni w przypadku których definicji wartości wspomniane korekty powinny być przeprowadzane. W polskiej praktyce jedyny dotychczas standard wyceny przedsiębiorstw został wydany w 2011 roku przez Radę Krajową Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych¹. Nie sformułowano w nim definicji premii z tytułu kontroli, co wynika z bardzo ogólnego charakteru tego opracowania, podkreślono jednak potrzebę uwzględniania w raportach korekt wartości związanych z poziomem płynności, brakiem kontroli czy wielkością przedsiębiorstwa.

W związku z powyższym celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, w przypadku których z najczęściej używanych w praktyce standardów wartość bazowej wyceny² powinna być korygowana o premię z tytułu kontroli lub dyskonto wynikające z posiadania udziałów mniejszościowych.

1. Najczęściej stosowane w praktyce standardy wartości

W warunkach gospodarki amerykańskiej do najczęściej wykorzystywanych w praktyce życia gospodarczego oraz najszerzej analizowanych w literaturze należą następujące standardy (Pratt 2009: 10):

- godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej (*fair market value*)³,
- wartości inwestycji (*investment value*),
- wartości sprawiedliwej wyznaczanej w sytuacji sporów pomiędzy akcjonariuszami lub udziałowcami (*fair value for shareholder disputes*)⁴,

¹ 11 kwietnia 2011 r. Rada Krajowa PFSRM podjęła uchwałę o przyjęciu w ramach opracowanych PKZW *Noty interpretacyjnej nr 5 – Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*. W dniu 7 kwietnia 2014 r. Rada Krajowa Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych podjęła o zmianie nazwy dotychczasowej Noty Interpretacyjnej „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” na Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”.

² Wartość bazowa (podstawa wyceny) to pierwotna wartość oszacowana w raporcie z wyceny, która stanowi punkt wyjścia do przeprowadzania korekt w postaci premii czy też dyskont służących do odzwierciedlenia okoliczności, w których dochodzi do wyceny.

³ Angielskie słowo *fair* jest przekładane na język polski zarazem jako sprawiedliwy, jak i godziwy. W publikacjach z zakresu wyceny przedsiębiorstw *fair market value* jest tłumaczona zarówno jako sprawiedliwa wartość rynkowa (Zarzecki 1999: 29) oraz godziwa wartość rynkowa (Patena 2008: 26).

⁴ Również w tym przypadku termin *fair value* mógłby zostać przetłumaczony zarówno jako wartość sprawiedliwa, jak i godziwa. Niemniej jednak w publikacjach z zakresu finansów i wyceny jego polskojęzycznym odpowiednikiem jest wartość sprawiedliwa. Stąd też, w niniejszej pracy, wówczas gdy przedmiotem analiz jest *fair value* wyznaczana w sytuacji sporów pomiędzy akcjonariuszami (*fair value for shareholder disputes*) autorka posługuje się pojęciem wartości sprawiedliwej.

- wartości godziwej wyznaczanej na potrzeby sprawozdawczości finansowej (*fair value for financial reporting*)⁵.

Jak już wcześniej wspomniano, w Polsce kwestie wyceny biznesowej nie zostały dotychczas uporządkowane. W przeciwieństwie do rynku amerykańskiego jeszcze nie powstały takie organizacje, jak: American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), American Society of Appraisers (ASA), The Institute of Business Appraisers (IBA) oraz National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA). Niemniej jednak dostrzeżono konieczność uporządkowania tych kwestii. W *Nocie interpretacyjnej nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”* zdefiniowano⁶:

- godziwą wartość rynkową (*fair market value*),
- wartość sprawiedliwą (*fair value*),
- wartość inwestycyjną (*investment value*),
- wartość wewnętrzną (*intrinsic value*).

W dalszej części artykułu treść standardów zostanie przeanalizowana w kontekście aplikacji premii z tytułu kontroli lub też dyskonta wynikającego z posiadania udziałów mniejszościowych.

2. Standard godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej

Godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa to w kulturze anglosaskiej obiektywna cena wymienna dobra lub usługi. Jej odpowiednik w *Nocie interpretacyjnej nr 5* stanowi **godziwa wartość rynkowa**, której definicja jest zbliżona do sformułowanej w standardzie ASA⁷: „to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji na temat stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy na temat przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię (godziwej) wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego”. American Society of Appraisers dodatkowo precyzuje, iż kupujący i sprzedający muszą działać na warunkach handlowych, jakie byłyby wynegocjowane przez niezależne strony na otwartym nieregulowanym rynku. Analizując przytoczone definicje, należy zwrócić uwagę na fakt,

⁵ W publikacjach z zakresu sprawozdawczości finansowej oraz w Ustawie z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości termin *fair value* jest tłumaczony jako wartość godziwa. Dlatego w niniejszej pracy, wówczas gdy przedmiotem rozważań jest definicja *fair value* wyznaczanej na potrzeby sprawozdawczości finansowej (*fair value for financial reporting*), wówczas autorka używa nazwy wartości godziwej.

⁶ *Powszechne krajowe zasady wyceny (PKZW). Nota interpretacyjna nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, przyjęta uchwałą nr 10/2011 Rady Krajowej w dniu 11 kwietnia 2011 r., s. 7–8.

⁷ *American Society of Appraisers: Business Valuation Standards*, wersja z listopada 2014 r., www.appraisers.org/Libraries/BV_Discipline/2009_BV_Standards.sflb.ashx.

iz zarówno nabywca, jak i sprzedający powinni być typowymi i hipotetycznymi przedstawicielami obu stron transakcji, aby wyeliminować wpływ na cenę motywacji o charakterze indywidualnym lub też synergii specyficznych dla określonych nabywców. W koncepcji godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej zakłada się również uwzględnienie w wycenie warunków rynkowych, jakie były w dniu wyceny. Innymi słowy jest to najbardziej prawdopodobna (a nie najwyższa⁸) cena, przy której mogłaby zostać zawarta transakcja przy danej koniunkturze gospodarczej (w dniu wyceny). Zgodnie ze standardem godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej, określona spółka czy też aktywo muszą być wyceniane zgodnie ze stanem faktycznym, czyli przy uwzględnieniu cech struktury własności oraz łatwości, z jaką mogą być zamienione na gotówkę, innymi słowy – płynności. **Stąd, jeżeli w danym przypadku wyceniana jest godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa udziałów mniejszościowych, to należy przeprowadzić korektę uwzględniającą fakt braku kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku zaś udziałów pozwalających kontrolować przedsiębiorstwo należy w wycenie uwzględnić korzyści z tytułu kontroli, w których nie partycypują udziałowcy mniejszościowi.**

Podsumowując warto przytoczyć poglądy D. Lara dotyczące wyznaczania godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej (Pratt 2010: 4):

- zainteresowany sprzedawca i nabywca są hipotetycznymi, a nie określonymi stronami transakcji, co więcej ich charakterystyka nie musi koniecznie być zbliżona do cech faktycznego sprzedawcy i określonego nabywcy,
- sprawiedliwa (godziwa) wartość rynkowa jest wyznaczana w odniesieniu do warunków rynkowych panujących w dniu wyceny i nie mogą mieć na nią wpływu informacje na temat nieprzewidywalnej przyszłości (wyceniający może już nimi dysponować, nie mogą one jednak zmienić wartości z punktu widzenia hipotetycznego nabywcy),
- sprawiedliwa (godziwa) wartość rynkowa powinna zostać oszacowana na podstawie danych adekwatnych dla realistycznego i optymalnego wykorzystania określonych aktywów na dzień wyceny. Ponadto na sprawiedliwą wartość rynkową nie powinien mieć wpływu fakt, czy obecny właściciel rzeczywiście je wykorzystuje. W raporcie z wyceny powinien być brany pod uwagę tylko uzasadniony, realistyczny i obiektywny poziom wykorzystania majątku, natomiast wpływ zdarzeń lub okoliczności charakteryzujących się niskim prawdopodobieństwem wystąpienia powinien być z niej wyeliminowany.

Pojęcie „godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa” pojawia się nie tylko w standardach organizacji promujących dobre praktyki w sferze wyceny przedsiębiorstw, ale również w przepisach ordynacji podatkowych. Definicja zawarta w amerykańskiej ordynacji podatkowej (*Internal Revenue Service Revenue Ruling 59–60*)⁹ jest szersza niż propozycja ASA: „godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa to wartość, którą zainteresowany nabywca,

⁸ Należy jednak wspomnieć, że na przykład w Kanadzie, w przeciwieństwie do USA, przyjmowana jest najwyższa cena.

⁹ Internal Revenue Service Revenue Ruling 59–60, 1959-1 CB 237 - IRC Sec. 2031.

indywidualny lub korporacyjny, jest skłonny zapłacić, a sprzedający skłonny zaakceptować, przy założeniu że zarówno kupujący, jak i sprzedający nie działają pod przymusem i są w posiadaniu wszelkich informacji niezbędnych do podjęcia decyzji”. W Polsce, w Ustawie z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. . .), również nie sprecyzowano charakteru stron oraz warunków zawierania transakcji. Wartość rynkowa rzeczy lub praw majątkowych w myśl art. 14, pkt 2 jest określana „na podstawie cen rynkowych stosowanych w obrocie rzeczami lub prawami tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem w szczególności ich stanu i stopnia zużycia oraz czasu i miejsca odpłatnego zbycia”. Można więc przyjąć, że jest to potencjalna cena, przy której strony transakcji mogłyby dojść do porozumienia, przy danej koniunkturze gospodarczej w dniu wyceny oraz uwzględnieniu cech struktury własności i łatwości, z jaką dane aktywa mogą być zamienione na gotówkę. **Stąd należy uznać, że konieczne jest przeprowadzanie korekt wartości bazowej – w postaci premii z tytułu kontroli lub dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych – przy wycenie spółek jako całości lub pakietów akcji.**

3. Standard wartości inwestycji

Wartość inwestycji (w nazewnictwie związanym z wyceną przedsiębiorstw) oznacza wartość aktywów lub biznesu szacowaną z perspektywy określonego (obecnego lub przyszłego) właściciela. W rezultacie, w przypadku tej kategorii wartości, w wycenie znajdują odzwierciedlenie takie czynniki, jak: wiedza, umiejętności, ryzyko oraz potencjał obecnego lub przyszłego właściciela (Fishman, Pratt, Morrison 2007: 24). W *Nocie interpretacyjnej nr 5* wyjaśniono to pojęcie następująco: „wartość inwestycyjna (*investment value*) – to wyrażona w pieniądzu lub w odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny”. Wartość inwestycji tym się różni od godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej, która z definicji powinna być bezosobowa, że nie jest wyznaczana z punktu widzenia hipotetycznego i typowego, lecz określonego nabywcy lub sprzedawcy. W konsekwencji w wycenie powinna zostać uwzględniona wartość efektu synergii, za którą w określonych warunkach dany nabywca będzie skłonny zapłacić. Tak więc oprócz premii z tytułu kontroli, w wycenie należy również wziąć pod uwagę premię z tytułu synergii. W niektórych przypadkach wartość inwestycji będzie obejmować również wartość dodaną wynikającą z integracji pionowej lub poziomej. W odniesieniu do osoby fizycznej wartość inwestycji będzie uwzględniać jej umiejętności, reputację oraz wiedzę. Należy jednak podkreślić, że w sytuacji, gdy możliwości i oczekiwania inwestora są zbieżne z typowymi dla rynku, wartość inwestycji będzie równa godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej (Pratt, Niculita 2008: 43). Podsumowując, przy szacowaniu wartości inwestycji należy wziąć pod uwagę wiele zindywidualizowanych czynników, takich jak (Laro, Pratt 2011: 16):

- potrzeby ekonomiczne oraz kompetencje stron transakcji,
- poziom awersji do ryzyka prezentowany przez obie strony transakcji,
- motywy stron transakcji,
- strategie oraz plany biznesowe,
- efekt synergii oraz zależności,
- silne i słabe strony przejmowanego przedsiębiorstwa,
- formę organizacyjno-prawną przejmowanego podmiotu.

W rezultacie, jeśli wartość inwestycji szacowana z punktu widzenia obecnego lub potencjalnego nabywcy różni się od godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej, to znajduje to swoje uzasadnienie (Pratt, Niculita 2008: 43):

- w różnicach prognoz przepływów pieniężnych,
- w różnicach poziomu ryzyka oraz oczekiwanej wewnętrznej stopy zwrotu,
- w różnicach kosztów finansowych,
- w różnym statusie podatkowym,
- w efekcie synergii, który powstaje z połączenia działalności wycenianego przedsiębiorstwa z działalnością innych przedsiębiorstw kontrolowanych przez nabywcę.

Jeżeli w konsekwencji przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że w danym momencie wartość inwestycji dla obecnego właściciela znacząco przewyższa cenę rynkową (transakcyjną), racjonalne będzie wstrzymanie się ze sprzedażą do momentu, aż pojawi się nabywca skłonny zapłacić cenę przewyższającą tę, przy której typowi nabywcy są skłonni przystąpić do transakcji (Pratt, Niculita 2008: 43).

W warunkach amerykańskich wartość inwestycji stanowi często przedmiot sporów sądowych w przypadku podziału majątku, gdzie przedmiotem wyceny jest tak zwana wartość właściciela¹⁰, a nie wartość wymienna. Ogólnie należy przyjąć, że uwzględniając ten standard wartości, dane aktywo musi być wyceniane zgodnie ze stanem faktycznym, co więcej – z punktu widzenia określonego właściciela. Stąd, jeżeli w danym przypadku wyceniana **jest wartość inwestycji udziałów pozwalających kontrolować przedsiębiorstwo, należy w wycenie uwzględnić korzyści z tytułu kontroli**, w których nie partycypują udziałowcy mniejszościowi. Dodatkowo, jeśli w danej sytuacji pojawią się korzyści wynikające z połączenia działalności przejmowanej spółki z operacjami innych kontrolowanych przez danego inwestora podmiotów, należy również dodać tak zwaną premię synergiczną. Trzeba podkreślić, iż w każdym przypadku powinien również zostać poddany analizie kontekst danej sytuacji. Przykładowo, w wypadku wyceny udziału mniejszościowego w firmie rodzinnej może zostać odrzucona korekta z tytułu udziałów mniejszościowych w sytuacji, gdy przez przynależność do rodziny właściciel pakietu jest członkiem grupy kontrolującej.

¹⁰ Wartość właściciela jest kategorią, która odnosi się nie tylko do obecnego, ale do każdego potencjalnego posiadacza danych aktywów. Jej miernikiem jest wartość pozbawienia (*deprivation value*).

4. Standard wartości wewnętrznej (fundamentalnej)

Kategorią wartości, która często jest mylona z wartością inwestycji, jest **wartość wewnętrzna (fundamentalna)**. ASA definiuje ją jako¹¹: „wartość, którą inwestor, w efekcie przeprowadzonych analiz lub na podstawie dostępnych mu informacji, postrzega jako prawdziwą lub realną i która jego zdaniem stanie się wartością rynkową wówczas, gdy pozostali inwestorzy dojdą do tych samych wniosków”. W *Nocie interpretacyjnej nr 5* zdefiniowano natomiast wartość wewnętrzną bardziej precyzyjnie: „to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach na temat przedmiotu wyceny oraz czynnikach wewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową”. Wartość wewnętrzna tym się różni od wartości inwestycji, że odzwierciedla analityczną ocenę wartości danej spółki przeprowadzoną na podstawie subiektywnej interpretacji dostępnych na jej temat informacji. Ważną jej cechą jest to, że nie jest opracowywana z punktu widzenia określonego inwestora, a raczej stanowi odzwierciedlenie poglądów analityka sporządzającego raport na temat perspektyw określonego podmiotu (Pratt, Niculita 2008: 44). Innymi słowy, nie jest pochodną możliwości inwestora, a kompetencji analityka. Wartość wewnętrzna nie jest definiowana w aktach prawych, a termin jako taki wywodzi się z literatury i praktyki analizy fundamentalnej instrumentów finansowych. Analiza fundamentalna sprowadza się do oszacowania wartości wewnętrznej na podstawie skrupulatnej i szczegółowej analizy istotnych zmiennych, do których przede wszystkim zaliczane są oczekiwane dochody, a oprócz nich poziom wypłat dywidend, struktura kapitału, jakość zarządu itp. (Zob. Cooper, Ijiri 1983: 228). W przypadku akcji notowanych na rynku publicznym wartość wewnętrzna staje się wartością rynkową wówczas, gdy inwestorzy zgadzają się z poglądami analityków, nabywając akcje danego przedsiębiorstwa (zob. Cooper, Ijiri 1983: 285). B. Graham i D. Dodd definiują wartość wewnętrzną jako wartość stanowiącą konsekwencję, wypadkową aktywów znajdujących się w dyspozycji wycenianego podmiotu, dochodów, dywidend, perspektyw rozwoju oraz umiejętności zarządu (za Hitchner 2011: 34). Innymi słowy, zgodnie ze standardem wartości wewnętrznej, dana spółka czy też określone aktywa muszą być wyceniane zgodnie ze stanem faktycznym, czyli na podstawie posiadanego potencjału do generowania dochodu. Niewątpliwie korzyści z tytułu kontroli jako takie stanowią rodzaj dochodu i mają charakter pieniężny. **Stąd, jeżeli w danym przypadku wyceniana jest wartość wewnętrzna udziałów mniejszościowych, to należy przeprowadzić korektę uwzględniającą fakt braku kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku zaś udziałów pozwalających kontrolować przedsiębiorstwo, należy uwzględnić w wycenie korzyści z tytułu kontroli, w których nie partycypują**

¹¹ *American Society of Appraisers, Business Valuation Standards*, wersja z listopada 2014 r., dostępna na stronie: www.appraisers.org/Libraries/BV_Discipline/2009_BV_Standards.sflb.ashx.

udziałowcy mniejszościowi. Co się zaś tyczy premii z tytułu synergii, to ten rodzaj korekty powinien być w przypadku wyceny wartości wewnętrznej pomijany.

5. Standard wartości sprawiedliwej lub godziwej

Jak już wyżej wspomiano, anglojęzyczny termin „fair value” jest pojęciem niejednoznacznym i w polskiej literaturze przedmiotu tłumaczony jest jako wartość sprawiedliwa lub godziwa. Spotykane w literaturze definicje różnią się w zależności od kontekstu, w którym są stosowane. Należy podkreślić, że zarówno ASA¹², jak i słownik *International glossary of business valuation terms* (IGBVT)¹³ nie wyjaśniają tego pojęcia. W *Nocie interpretacyjnej nr 5* z kolei, wartość sprawiedliwą zdefiniowano następująco¹⁴: „to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakażem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny”. Wartość godziwa jest kategorią abstrakcyjną, niestety w przytoczonej definicji nie ma – pomimo że jej autorzy dostrzegli konieczność przeprowadzania korekt wynikających ze specyficznej sytuacji, w której dochodzi do wyceny¹⁵ – wskazówki, czy premie, czy też dyskonta winny być w tym wypadku uwzględniane.

W Stanach Zjednoczonych „fair value” (w polskiej literaturze **wartość sprawiedliwa lub godziwa** w zależności od kontekstu) jako standard wartości jest wykorzystywana między innymi w sprawozdawczości finansowej oraz w wycenie spółek w przypadku ich podziału, sporów między wspólnikami i rozwodów (Fishman i in. 2007: 23). W sprawozdawczości finansowej wartość godziwa jest wyznaczana po to, by właściwie odzwierciedlić wartość ujmowanych w bilansie aktywów. Amerykańska Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB – Financial Accounting Standard Board) w standardzie 157 zdefiniowała wartość godziwą następująco¹⁶: „wartość godziwa to cena, ustalona na dzień wyceny, która

¹² *American Society of Appraisers, Business Valuation Standards*, wersja z listopada 2014 r., www.appraisers.org/Libraries/BV_Discipline/2009_BV_Standards.sflb.ashx.

¹³ *International glossary of business valuation terms* został stworzony przez pięć najbardziej wpływowych organizacji zajmujących się tworzeniem standardów w wycenie: American Institute of Certified Public Accountants, American Society of Appraisers, Canadian Institute of Chartered Business Valuators, National Association of Certified Valuation Analysts, The Institute of Business Appraiser.

¹⁴ Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, *Nota interpretacyjna nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”*, uchwała nr 10/2011 Rady Krajowej *Powszechne krajowe zasady wyceny* (PKZW), 11 kwietnia 2011 r., s. 7–8.

¹⁵ Dyskontom i premiom został poświęcony rozdział 9 *Noty interpretacyjnej nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”*.

¹⁶ *Statement of Financial Accounting Standards 157* obowiązujący dla sprawozdań finansowych sporządzonych dla okresów obrotowych rozpoczynających się po 15.11.2007.

zostałaby otrzymana za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacona w celu przeniesienia zobowiązania w normalnej transakcji zawartej pomiędzy uczestnikami rynku”. Definicję tę uzupełniają dodatkowo wytyczne (Zyla 2010: 13–24; Fishman i in. 2007: 245–263):

- cena powinna pochodzić z transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach (a więc nie ze sprzedaży wymuszonej upadłością zbywcy lub przepisami prawa), której realizacja byłaby możliwa na dzień wyceny,
- cena jest ceną sprzedaży danego aktywa, a nie ceną jego nabycia,
- transakcja ma miejsce na głównym rynku (rynku o najwyższych obrotach oraz poziomie aktywności dla danego aktywa lub zobowiązania, na którym odbywa się obrót danymi aktywami lub zobowiązaniami) lub (jeżeli nie istnieje rynek główny) na najbardziej korzystnym rynku, do którego ma dostęp jednostka, czyli rynku, na którym można uzyskać maksymalną możliwą cenę za sprzedaż aktywów lub zapłacić minimalną możliwą kwotę za przekazanie zobowiązania,
- uczestnicy rynku – nabywcy i sprzedawcy:
 - są niezależni od siebie,
 - są dobrze poinformowani,
 - są w stanie zawrzeć transakcję,
 - są skłonni zawrzeć transakcję i nie są do jej zawarcia zmuszeni lub nakłaniani,
- wycenę wartości godziwej dokonuje się dla danego aktywa lub zobowiązania i dlatego powinna ona uwzględniać tylko te cechy tego aktywa lub zobowiązania, które uczestnicy rynku rozważyliby przy określaniu ceny danych aktywów lub pasywów,
- wycena wartości godziwej składnika aktywów powinna odzwierciedlać jego najwyższe i najlepsze zastosowanie, czyli takie, które byłoby prawnie dozwolone oraz finansowo wykonalne, a także maksymalizowałoby wartość danego składnika aktywów, biorąc pod uwagę możliwe sposoby jego wykorzystania, a jednocześnie nie uwzględniałoby zamierzonego wykorzystania aktywa przez nabywcę/posiadacza.

Jednocześnie FASB nie dopuszcza do przeprowadzania dyskonta z tytułu wielkości transakcji (Zyla 2010: 14) (tak zwany *blockage discount* – korekta z tytułu braku płynności znaczących pakietów instrumentów finansowych), podczas gdy dyskonto z tytułu braku płynności oraz premia z tytułu kontroli lub też dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych powinny być uwzględniane w wartości godziwej.

W Polsce, w Ustawie z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości zdefiniowano wartość godziwą (art. 28 pkt 6) następująco¹⁷: „Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami”. Ustawodawca nie odniósł się do stosowania premii i dyskont. W styczniu 2008 roku Rada ds. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (RMSR) wydała znowelizowaną wersję *MSSF 3 Połączenia jednostek gospodarczych*

¹⁷ Najnowszy tekst ujednolicony z 17 września 2009 r. (DzU nr 152, poz. 1223) dostępny na stronie <http://isap.sejm.gov.pl>.

oraz MSR 27 *Skonsolidowane i jednostkowe sprawozdania finansowe*, w których stwierdzono, że: „Wartości godziwe udziałów jednostki przejmującej w jednostce przejmowanej oraz niekontrolującego udziału ustalone w przeliczeniu na jedną akcję mogą się różnić. Główna różnica może wynikać z uwzględnienia **premii za kontrolę** w wartości godziwej udziału jednostki przejmującej w jednostce przejmowanej lub, przeciwnie, może wynikać z uwzględnienia w wartości godziwej udziału niekontrolującego dyskonta z tytułu braku kontroli (określanego także jako dyskonto mniejszości)”¹⁸. Niemniej jednak nie wskazano, na podstawie jakich danych i przy wykorzystaniu jakiej metodologii owa premia powinna być szacowana.

W USA w przypadku wycen sporządzanych na potrzeby postępowań sądowych brzmienie definicji wartości **sprawiedliwej** zależy od obowiązujących w danym stanie regulacji prawnych dotyczących podziału spółek, rozstrzygnięcia sporów między wspólnikami oraz rozwodów¹⁹. W odniesieniu do pierwszych dwóch sytuacji wartość sprawiedliwa była w USA do 1999 roku definiowana przez tak zwaną modelową ustawę o korporacjach²⁰ następująco: „wartość akcji na chwilę przed wdrożeniem w życie decyzji, której przeciwstawia się akcjonariusz, z wyłączeniem prognoz uwzględniających zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki tychże działań z wyjątkiem sytuacji, gdyby wspomniane wyłączenie było niesprawiedliwe”. W przytoczonej definicji **bezwzględnie wyeliminowano stosowanie premii synergicznych**. Niemniej jednak nie rozwiązuje to wątpliwości związanych z zastosowaniem premii z tytułu kontroli oraz dyskonta wynikającego z posiadania udziałów mniejszościowych. W modyfikacji modelowej ustawy o korporacjach z 1999 roku **wykluczono z kolei możliwość korygowania wartości bazowej o dyskonto z tytułu braku kontroli**. Ustawa ta jest jedynie podstawą do tworzenia ustaw stanowych dotyczących spółek kapitałowych, dlatego do końca 2009 roku zaledwie w kilku stanach uwzględniono tę modyfikację w prawodawstwie (Pratt, Niculita 2010: 5).

Podsumowując, obecnie w USA, w kraju z najbardziej rozwiniętym rynkiem wyceny przedsiębiorstw, nie ma jednolitego podejścia do kwestii wartości kontroli w szacowaniu wartości sprawiedliwej w sytuacji sporów pomiędzy akcjonariuszami lub udziałowcami, niemniej jednak można zauważyć pewną tendencję zmierzającą do pomijania dyskonta z tytułu braku kontroli w przypadku standardu wartości sprawiedliwej (Pratt 2009: 11). W niektórych stanach kwestia dyskonta z tytułu braku kontroli jest różnie traktowana w przypadku rozliczeń między wspólnikami w sytuacji rozwiązania spółki (*dissolution statute*), a inaczej, gdy niezadowoleni akcjonariusze uciekają się do interwencji sądowych,

¹⁸ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej z dnia 12 czerwca 2009 r., Rozporządzenie Komisji (WE) nr 495/2009 z dnia 3 czerwca 2009 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 3, Załącznik B, pkt B45.

¹⁹ Definicje wartości godziwej stosowane w Stanach Zjednoczonych przedstawili: Fishman, Pratt, Morrison (2007): 116–119.

²⁰ *Model business corporation act* od 1946 r. stanowi podstawę tworzenia ustaw stanowych w sprawie spółek kapitałowych.

aby zmienić niekorzystny werdykt biegłego co do poziomu wartości sprawiedliwej (*dissenting stockholder statute*).

W polskich warunkach Kodeks handlowy nie definiuje wartości akceptowalnej i sprawiedliwej z punktu widzenia wszystkich zainteresowanych stron, co jest kłopotliwe, gdy jedna ze stron na skutek sporu chce się pozbyć swoich udziałów lub akcji albo nabyć udziały lub akcje, a przedmiotem konfliktu jest cena. W przypadku spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, wówczas gdy wspólnik działa na szkodę spółki (na przykład łamie postanowienia umowy spółki, nie wypełnia nałożonych na niego obowiązków, wykorzystuje posiadane na temat spółki informacje do działalności konkurencyjnej), mogą mieć zastosowanie art. 266–269, dotyczące instytucji wyłączenia wspólnika, którego udziały muszą być przejęte na podstawie ustalonej przez sąd **rzeczywistej wartości** w dniu doręczenia pozwu²¹, jednak sposób ustalenia wartości rzeczywistej nie został w ustawie doprecyzowany. W przypadku zaś przymusowego wykupu i odkupu akcji przepisy Kodeksu spółek handlowych (KSH) oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych regulują procedurę ustalania ceny akcji²².

Zarówno w zapisach KSH, jak i w ustawie o ofercie publicznej nie zdefiniowano standardu wartości, według którego należy wycenić akcje podlegające przymusowemu wykupowi i odkupowi. W konsekwencji rozstrzygnięcie, jaki standard wartości należy zastosować, leży w kompetencjach biegłego. Niewątpliwie kontekst sytuacji przymusowego wykupu akcji nie spełnia założeń określonych w definicji wartości godziwej stosowanej w rachunkowości, po pierwsze dlatego, że nie wszystkie strony transakcji są zainteresowane jej przeprowadzeniem, po wtóre transakcja nie odbywa się na warunkach rynkowych, a po trzecie – i to jest najważniejszy argument – cena odkupu nie jest wyznaczana w wyniku swobodnych negocjacji, ale narzucana arbitralnie (Zarzecki, Grudziński 2011: 673). Stąd też, zdaniem D. Zarzeckiego i M. Grudzińskiego, najodpowiedniejszym w tej sytuacji standardem wartości jest definicja wartości sprawiedliwej zaproponowana w *Nocie interpretacyjnej nr 5*. Niestety, również i w niej nie doprecyzowano, czy należy zastosować w wycenie premie i dyskonta. Zdaniem autorki, z uwagi na to, że istotą wartości sprawiedliwej jest dążenie do stworzenia w pełni obiektywnych warunków dla wszystkich potencjalnych stron transakcji, które z natury rzeczy na wolnym rynku zawarłyby ją na odmiennych warunkach, w przypadku przymusowych odkupów i wykupów akcji należy odrzucić **możliwość korygowania wartości bazowej o dyskonto z tytułu braku kontroli**.

²¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU nr 94, poz. 1037, ze zm., art. 266, par. 3.

²² Kodeks spółek handlowych reguluje kwestie przymusowego wykupu i odkupu akcji w spółkach niepublicznych. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU nr 184, poz. 1539, ze zm. określa procedury obowiązujące przy przymusowym wykupie i odkupie akcji w spółkach publicznych.

Uwagi końcowe

Dyskonta i premie są przedmiotem wielu sporów zarówno w sferze praktyki, jak i teorii wyceny przedsiębiorstw, między innymi dlatego, że ich wpływ na wartość jest potencjalnie bardzo duży. Z kolei w literaturze przedmiotu jak dotąd nie doprecyzowano, w jaki sposób i w jakich okolicznościach należy korygować wartość bazową wyceny²³. Ma na to wpływ zarówno standard wartości przyjęty w danym raporcie z wyceny, jak i zastosowana metoda wyceny. Przykładowo, w wypadku zapisów dotyczących warunków zbycia udziałów przez jednego ze wspólników (*buy-sell agreement*) przyjęcie zamiast wartości sprawiedliwej standardu sprawiedliwej wartości rynkowej jako definicji wartości stanowiącej podstawę do rozliczeń między partnerami biznesowymi implikuje – w przypadku pakietów udziałów niedających kontroli nad spółką w miejsce rozliczeń przeprowadzanych proporcjonalnie do udziału w strukturze kapitału – zastosowanie dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych. Należy również pamiętać o tym, iż standard wartości ma wpływ na dobór metod oraz czynniki, które należy uwzględnić w wycenie (Zarzecki 1999: 51). Kwestią fundamentalną jest zrozumienie, jaka wartość została oszacowana w konsekwencji zastosowania określonej metody oraz dobranie adekwatnego do celu wyceny oraz standardu wartości czynnika korygującego w postaci premii, tudzież dyskonta.

Przedstawione powyżej problemy wyceny udziałów (gwarantujących różny udział w strukturze własności), mają charakter złożony i wielowątkowy. Większość podręczników z zakresu wyceny traktuje zdawkowo kwestię aplikacji premii z tytułu kontroli oraz dyskonta wynikającego z udziałów mniejszościowych w kontekście obowiązujących standardów wartości. Natomiast proste kopiowanie zasad pochodzących z rynku amerykańskiego może prowadzić do błędnych wniosków ze względu na odmienne regulacje prawne obowiązujące w Polsce. Niniejsza praca może stanowić przyczynek do dalszej dyskusji na ten temat.

Literatura

- American Society of Appraisers, Business Valuation Standards*, wersja z listopada 2014 r., dostępna na stronie: www.appraisers.org/Libraries/BV_Discipline/2009_BV_Standards.sflb.ashx
- Cooper W.W., Ijiri Y. (1983), *Kohlers dictionary for accountants*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, s. 228.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J. (2007), *Standards of value: theory and applications*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.
- Hitchner J.R. (2011), *Financial valuation, application and models*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, s. 34.
- Laro D., Pratt S.P. (2011), *Business valuation and federal tax: procedures, law and perspective*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Patena W. (2008), *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska S.p. z o.o., Kraków.
- Pratt S.P., Niculita A.V. (2010), *The lawyer's business valuation handbook*, American Bar Association, Chicago.
- Pratt S.P., Niculita A.V. (2008), *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*, 5th Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York.

²³ Wartość bazowa to pierwotna wartość oszacowana w raporcie z wyceny, która stanowi punkt wyjścia do przeprowadzania korekt w postaci premii czy też dyskont służących do odzwierciedlenia okoliczności, w których dochodzi do wyceny.

- Pratt S.P. (2009), *Business valuation discounts & premiums*, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Zarzecki D., Grudziński M. (2011), *Wartość godziwa jako standard wartości w wycenach sporządzonych w sytuacji przymusowego wykupu akcji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 639, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 37, Szczecin.
- Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, DzU 2011, nr 74, poz. 397.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU nr 184, poz. 1539, ze zm.
- Zyla M.L. (2010), *Fair value measurements, practical guidance and implementation*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

STANDARDS OF VALUE VERSUS VALUATION OF CONTROL AND MINORITY INTERESTS

Abstract: The article provides an analysis of the fair value, fair market value, investment value and intrinsic value standards in the context of the control premium or minority discount application. The main purpose of this paper is to answer the question in which of the above cases we should adjust the base value by using control premium or minority discount. The majority of the publications do not analyze this problem in depth. Moreover, straightforward copying of American solutions may lead to erroneous conclusions due to different legal Polish regulations. This paper is a contribution to the further discussion on this problem.

Keywords: valuation, control premium, minority discount, valuation standards

Cytowanie

- Byrka-Kita K. (2015), *Standardy wartości a wycena pakietów akcji lub udziałów gwarantujących różny udział w strukturze własności*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 243–255; www.wneiz.pl/firfu.

