

DARIUSZ ZARZECKI  
MICHAŁ GRUDZIŃSKI

## WARTOŚĆ GODZIWA JAKO STANDARD WARTOŚCI W WYCENACH SPORZĄDZONYCH W SYTUACJI PRZYMUSOWEGO WYKUPU AKCJI

### Wprowadzenie

Wartość godziwa jest jedną najbardziej znanych kategorii wartości. Stosuje się ją m.in. w rachunkowości, wycenie przedsiębiorstw i nieruchomości. Odniesienia do niej można również odnaleźć w wielu aktach prawnych, wyrokach sądowych i umowach. W praktyce prawnej krajów stosujących tę kategorię wartości brakuje jasnych i zrozumiałych kryteriów jej ustalania. Definiuje się zwykle prawa stron oraz obowiązki niezależnego biegłego wyceny. Taki stan rzeczy świadczy o tym, że to właśnie ekspert (biegły) musi ocenić, co jest wartością godziwą (sprawiedliwą). Następnie, zakładając, że jego osąd jest uczciwy i dokonany z należytą starannością, powinien ten osąd oficjalnie zaprezentować i umieć obronić. Konieczność taka zachodzi m.in. przy wycenach sporządzanych w sytuacji przymusowego wykupu akcji. Obie strony tego rodzaju transakcji, z uwagi na sprzeczne interesy, mogą starać się podważyć opinie biegłego. Słuszność jego opinii w dużej mierze będzie zależała od tego, czy na początku procesu wyceny właściwie określi poszukiwany rodzaj wartości. W niniejszym artykule podjęto próbę zdefiniowania wartości godziwej jako standardu wartości, stosowanego w wycenach przygotowywanych na potrzeby przymusowego wykupu akcji.

### Standardy wartości stosowane w wycenie przedsiębiorstw

Określenie poszukiwanej kategorii wartości jest jednym z pierwszych i kluczowych etapów procesu wyceny przedsiębiorstwa. W standardach wyceny przedsiębiorstw definicja rodzaju poszukiwanej wartości jest określana mianem standardu wartości (ang. *standard of value*) lub podstawy wartości (ang. *basis of value*)<sup>1</sup>. Najogólniej ujmując, przez

---

<sup>1</sup> Termin „standard wartości” został zdefiniowany w International Glossary of Business Valuation Terms i jest stosowany między innymi przez takie organizacje, jak: Accounting Professional and Ethical Standards Board (Australia), American Institute of Certified Public Accountants (USA), American Society of Appraisers (USA), Canadian Institute of Chartered Business Valuators (Kanada), National Association of Certified Valuation Analysts (USA), The Institute of Business Appraisers (USA). Z kolei pojęcie „podstawa wartości” zostało wprowadzone w „Międzynarodowych standardach wyceny”, przy czym przyjęta

wskazanie standardu wartości określa się strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki, na jakich ma ona zostać zawarta. Dla osób specjalizujących się w wycenie przedsiębiorstw, wskazanie standardu wartości ma podstawowe znaczenie przy przyjmowaniu założeń oraz wyborze metod i technik wykorzystywanych w kolejnych etapach procesu wyceny<sup>2</sup>.

### **Standardy wartości stosowane w Stanach Zjednoczonych**

Krajem posiadającym jeden z najbardziej rozwiniętych rynków wyceny przedsiębiorstw są Stany Zjednoczone. Niezaprzeczalne znaczenie tamtejszego rynku wynika zarówno z jego wielkości, jak i wieloletniej historii. Zebrane przez lata doświadczenia pomogły działającym w tym kraju organizacjom w sformułowaniu standardów wartości. W roku 1989 znaczenie standardów wartości zostało dostrzeżone w opinii wydanej przez *College of Fellows of American Society of Appraisers*. Zgodnie z przedstawionymi w tej publikacji wytycznymi, które znajdują odzwierciedlenie w praktyce, w Stanach Zjednoczonych jako standardy wartości stosuje się:

- godziwą wartość rynkową (ang. *fair market value*),
- wartość (godziwą) sprawiedliwą (ang. *fair value*),
- wartość inwestycyjną (ang. *investment value*),
- wartość wewnętrzną (ang. *intrinsic value*)<sup>3</sup>.

Wybór określonego standardu wartości jest uzależniony między innymi od takich czynników, jak okoliczności wyceny, jej cel, przedmiot oraz obowiązujące regulacje prawne. Wymienione czynniki mogą decydować nie tylko o wyborze standardu wartości, ale i o jego definicji. Niejednokrotnie ten sam termin określający daną kategorię wartości może mieć różne znaczenie dla różnych osób. Dlatego osoba dokonująca wyceny powinna każdorazowo zidentyfikować i zdefiniować szacowany standard wartości.

### **Podstawy wartości przyjęte w „Międzynarodowych standardach wyceny”**

Konieczność zdefiniowania poszukiwanego rodzaju wartości została również dostrzeżona w „Międzynarodowych standardach wyceny” (MSW). Wymóg taki zawarto we wskazówce interpretacyjnej WI. 6 Wycena przedsiębiorstw. Zamiast terminu „*standard*

---

tam definicja jest również wykorzystywana w „Europejskich standardach wyceny”. Oddzielną interpretację tego terminu można odnaleźć w standardach opracowanych w ramach The Hong Kong Business Valuation Forum, w którego skład wchodzi takie organizacje, jak: The Hong Kong Institute of Surveyors, The Hong Kong Society of Financial Analysts, The Royal Institution of Chartered Surveyors.

<sup>2</sup> J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison: *Standards of Value, Theory and Applications*, Wiley 2007, s. 21.

<sup>3</sup> Por. S.P. Pratt: *Defining Standards of Value*, www: <http://www.appraisers.org/ForAppraisers>, s. 6, dostęp: 23.03.2010 r. Artykuł został również opublikowany w czasopiśmie „Valuation”, vol. 34, no. 2, June 1989); J.E. Fishman i in.: *Guide to Business Valuation*. vol. 1, second ed., Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992, s. 805.13–805.14; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schwehs: *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996, s. 23–28.

wartości” posłużono się tam pojęciem „podstawa wartości”. Rozumie się przez to „określenie podstawowych zasad pomiarów w wycenie na konkretny dzień”.

Według MSW w większości sytuacji najbardziej odpowiednią podstawą wartości jest wartość rynkowa. W przypadku gdy ze zlecenia wynika konieczność zastosowania innej podstawy wyceny niż wartość rynkowa, osoba dokonująca wyceny powinna jasno podać rodzaj określanej wartości, zdefiniować ją oraz podjąć kroki niezbędne do odróżnienia tej wartości od wartości rynkowej. Wartości „nierynkowe”, które mogą być wykorzystywane jako podstawy, zostały zgrupowane w trzech zasadniczych kategoriach. Pierwsza z nich obejmuje te kategorie wartości, które odzwierciedlają korzyści, jakie odnosi podmiot z własności danego przedmiotu wyceny. Uwzględnia się przy tym specyficzne motywacje, którymi kierują się strony transakcji. Przykładami tego rodzaju kategorii wartości są wartość inwestycyjna lub indywidualna. Druga grupa obejmuje te kategorie wartości, które reprezentują cenę, jaka byłaby w sposób rozsądny uzgodniona pomiędzy dwoma konkretnymi stronami w transakcji sprzedaży przedmiotu wyceny. Wartość ta może odzwierciedlać specyficzne korzyści (lub skutki negatywne) wynikające z posiadania przedmiotu wyceny dla zainteresowanych stron, a nie dla rynku w ogólności. Przykładami tego rodzaju kategorii wartości są: wartość godziwa, wartość szczególna i wartość synergiczna. Trzecia kategoria obejmuje te rodzaje wartości, które wynikają z przepisów ustaw lub umowy zawartej z zleceniodawcą<sup>4</sup>.

### **Wartość godziwa w wybranych standardach wyceny przedsiębiorstw**

Termin: wartość (sprawiedliwa) godziwa (ang. *fair value*) jest pojęciem niejednoznacznym. Spotykane w literaturze definicje różnią się w zależności od kontekstu, w którym są stosowane. W Stanach Zjednoczonych wartość sprawiedliwa jako standard wartości jest wykorzystywana m.in. w sprawozdawczości finansowej oraz wycenie spółek w przypadku ich podziału, sporów między wspólnikami i rozwodów<sup>5</sup>. W jaki sposób termin „wartość godziwa” jest definiowany w standardach wyceny przedsiębiorstw? Próbując odpowiedzieć na to pytanie, pod uwagę wzięto osiem standardów wyceny stosowanych m.in. w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie i Hongkongu (por. tab. 1).

We wszystkich analizowanych standardach można odnaleźć definicje ponad trzydziestu kategorii wartości. Próbę zdefiniowania wartości godziwej podjęto jednak jedynie w trzech z nich (tab. 2).

<sup>4</sup> *Międzynarodowe standardy wyceny, edycja ósma 2007* (wydanie polskie), Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.

<sup>5</sup> J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison: *op.cit.*, s. 23.

Tabela 1

## Badane standardy wyceny przedsiębiorstw

Lp.	Skrót	Nazwa standardu	Organizacja	Kraj
1.	AICPA SVSS	Statements on Standards for Valuation Services. Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset	American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)	USA
2.	ASA BVS	ASA Business Valuation Standards	American Society of Appraisers (ASA)	USA
3.	ESW	Europejskie standardy wyceny 2009	The European Group of Valuers' Associations (TE-GoVA)*	–
4.	CICBV PS	CICBV Practice Standards	The Canadian Institute of Chartered Business Valuers (CICBV)	Kanada
5.	HKBVF BVS	The Hong Kong Business Valuation Forum Business Valuation Standards	The Hong Kong Business Valuation Forum (HKBVF)	Hong Kong (Chiny)
6.	IBA BVS	Business Appraisal Standards	The Institute of Business Appraisers (IBA)	USA
7.	MSW	Międzynarodowe standardy wyceny 2007	Międzynarodowy Komitet Standardów Wyceny (IVSC)*	–
8.	NACVA PS	National Association of Certified Valuation Analysts Professional Standards	National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA)	USA

\* Polskie wydanie opracowała Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

## Kategorie wartości zdefiniowane w wybranych standardach wyceny

Lp.	Kategoria wartości	Standard wyceny
1	2	3
1.	Godziwa wartość rynkowa (ang. <i>fair market value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms
2.	Skorygowana wartość księgową (ang. <i>adjusted book value</i> )	– ASA Business Valuation Standards – Międzynarodowe standardy wyceny 2007 – The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards
3.	Wartość szczególna (ang. <i>special value</i> )	– Europejskie standardy wyceny 2009 – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
4.	Wartość aktywów trwałych netto (ang. <i>net tangible asset value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms

1	2	3
5.	Wartość bankowo-hipoteczna (ang. <i>mortgage lending value</i> )	– Europejskie standardy wyceny2009 – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
6.	Wartość bieżąca (ang. <i>present value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
7.	Wartość bieżąca netto (ang. <i>net present value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
8.	Wartość bilansowa (ang. <i>book value</i> )	– Międzynarodowe standardy wyceny 2007
9.	Wartość biznesu w działaniu (ang. <i>going concern value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards
10.	Wartość dla właściciela (ang. <i>value to the owner</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms
11.	Wartość dla wymuszonej sprzedaży (ang. <i>forced sale value</i> )	– Europejskie standardy wyceny2009
12.	Wartość firmy (ang. <i>goodwill value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – ASA Business Valuation Standards
13.	Wartość inwestycyjna (ang. <i>investment value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007 – Europejskie standardy wyceny2009
14.	Wartość księgową (ang. <i>book value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007 – The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards
15.	Wartość księgową netto (ang. <i>net book value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards
16.	Wartość likwidacyjną (ang. <i>liquidation value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
17.	Wartość nakładów	– Międzynarodowe standardy wyceny 2007
18.	Wartość przed korektą (ang. <i>pre-adjustment value</i> )	– Statement on Standards for Valuation Services No. 1
19.	Wartość przy likwidacji nieprzymusowej (ang. <i>orderly liquidation value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms
20.	Wartość przy przymusowej likwidacji (ang. <i>forced liquidation value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms
21.	Wartość rezydualną (ang. <i>residual value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
22.	Wartość rynkową (ang. <i>market value</i> )	– The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards – Europejskie standardy wyceny2009 – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
23.	Wartość (godziwa) sprawiedliwą (ang. <i>fair value</i> )	– Statement on Standards for Valuation Services No. 1 – Europejskie standardy wyceny2009 – Międzynarodowe standardy wyceny 2007

1	2	3
24.	Wartość godziwa pomniejszona o koszty sprzedaży (ang. <i>fair value less costs to sell</i> )	– Międzynarodowe standardy wyceny 2007
25.	Wartość synergiczna, zwana także wartością połączenia (ang. <i>synergistic value also known as marriage value</i> )	– Europejskie standardy wyceny 2009 – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
26.	Wartość terminalna (ang. <i>terminal value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms
27.	Wartość ubezpieczeniowa (ang. <i>insurable value</i> )	– Europejskie standardy wyceny 2009
28.	Wartość użytkowa (ang. <i>value in use</i> )	– Międzynarodowe standardy wyceny 2007
29.	Wartość wewnętrzna (ang. <i>intrinsic value</i> )	– International Glossary of Business Valuation Terms – Międzynarodowe standardy wyceny 2007
30.	Wartość taksacyjna	– Międzynarodowe standardy wyceny 2007
31.	Wartość wymienna (ang. <i>value in exchange</i> )	– Międzynarodowe standardy wyceny 2007

Definicje przyjęte w International Glossary of Business Valuation są stosowane przez American Institute of Certified Public Accountants (USA), American Society of Appraisers (USA), Canadian Institute of Chartered Business Valuators (Kanada), National Association of Certified Valuation Analysts (USA), The Institute of Business Appraisers (USA), American Society of Appraisers (USA) oraz American Institute of Certified Public Accountants (USA) stosują w swoich standardach dodatkowe interpretacje stanowiące uzupełnienie definicji przyjętych w International Glossary of Business Valuation.

Źródło: opracowanie własne.

W słowniku dodatkowych terminów, dołączonym do AICPA SVSS, stwierdzono, że interpretacja wartości godziwej zależy od tego, czy wyceny dokonuje się na potrzeby rachunkowości czy na potrzeby postępowania sądowego. W przypadku wycen wykonywanych na potrzeby sprawozdawczości finansowej zaleca się stosowanie definicji sformułowanej przez Financial Accounting Standards Board (FASB) w Statement of Financial Accounting Standard (SFAS) No. 157 – *Fair Value Measurements*. Przyjęta w tym dokumencie interpretacja brzmi następująco: „cena, na dzień wyceny, jaką można by otrzymać w wyniku sprzedaży składnika aktywów lub zapłacić w celu transferu zobowiązania, w wyniku zwyczajnej transakcji między uczestnikami rynku”. W przypadku wycen sporządzanych na potrzeby postępowań sądowych, dopuszczalne definicje wartości godziwej zależą od obowiązujących w danym stanie regulacji prawnych<sup>6</sup>.

W MSW wartość godziwa została zdefiniowana w następujący sposób: „kwota, za którą składnik aktywów mógłby zostać wymieniony pomiędzy dobrze poinformowanymi, niezależnymi i mającymi stanowczy zamiar zawarcia umowy, stronami transakcji”. Podob-

<sup>6</sup> Definicje wartości godziwej stosowane w Stanach Zjednoczonych przedstawili: J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison: *op.cit.*, s. 116–119.

ną definicję można również odnaleźć w słowniku dołączonym do ESW. Jego autorzy próbując wyjaśnić termin „wartość godziwa” powołali się na par. 6 MSR 16. Analizując angielskojęzyczne wersje obu dokumentów, można zauważyć jedną niewielką różnicę. Definicja przyjęta w ESW odnosi się zarówno do aktywów, jak i pasywów natomiast interpretacja zawarta w MSR 16 (podobnie jak w MSW) dotyczy jedynie aktywów. W polskojęzycznych wydaniach ESW i MSR 16 interpretacje terminu „wartość godziwa” są bardziej zróżnicowane. Istniejące między nimi rozbieżności wynikają z różnic w tłumaczeniu angielskojęzycznych zwrotów: „*arm's-length transactions*” i „*willing parties*”. Pierwszy z nich jest tłumaczony jako „niezależne strony transakcji” (definicja przyjęta w ESW) albo „transakcja zawierana na warunkach rynkowych” (definicja stosowana MSR 16). Drugi zwrot oznacza albo „mające stanowczy zamiar zawarcia umowy strony transakcji” (definicja przyjęta w ESW) albo „zainteresowane strony transakcji” (definicja przyjęta w MSR 16). Szczegółową analizę definicji wartości godziwej, stosowanych w „Międzynarodowych standardach rachunkowości” przedstawiono w dalszej części artykułu.

### **Wartość godziwa w „Międzynarodowych standardach rachunkowości”**

Wycena przedsiębiorstw w wielu punktach odwołuje się do rozwiązań, terminów i standardów wywodzących się z rachunkowości. Można mówić o wielu wspólnych obszarach i definicjach, ale także o pewnych różnicach. Według definicji wartości godziwej przyjętej w MSR 2 par. 6 oraz powtórzonej w wielu innych standardach jest to: „kwota, za jaką składnik aktywów mógłby być wymieniony, a zobowiązanie uregulowane, pomiędzy dobrze poinformowanymi, zainteresowanymi stronami na warunkach transakcji rynkowej”.

Początek definicji wskazuje w określeniu „mógłby być”, co oznacza, że chodzi o transakcję hipotetyczną, jaka byłaby możliwa w dniu dokonywania wyceny. Z kolei słowa „dobrze poinformowanymi” wskazują, że każda ze stron transakcji dysponuje wystarczającą wiedzą o przedmiocie transakcji, parametrach mających wpływ na określenie ceny oraz warunkach rynkowych na dzień wyceny. Przykładem informacji mającej istotne znaczenie dla wyceny nieruchomości, która powinna być znana obydwu stronom transakcji, może być decyzja administracyjna dotycząca przebiegu autostrady. Oczywiście istotne znaczenie ma również informacja o stanie technicznym nieruchomości, wcześniejszych remontach itp. Transakcja powinna być dokonywana dobrowolnie, ze względu na dobrze pojęty interes każdej ze stron, z których żadna nie byłaby do niej zmuszona, a jedynie zmotywowana względami biznesowymi. Wreszcie określenie „na warunkach transakcji rynkowej” wprowadza warunek niezależności stron, czyli braku powiązania, które mogłoby spowodować uzgodnienie ceny odbiegającej od ceny rynkowej<sup>7</sup>.

Wartość godziwa jest kategorią często używaną w MSSF („Międzynarodowych standardach sprawozdawczości finansowej”), przy czym najpowszechniej rozpoznawany za-

<sup>7</sup> Zob. W. Maj: *Godziwe wyceny*, CFO Magazyn finansistów, [www:http://cfo.cxo.pl/artykuly/50630/Godziwe.wyceny.html](http://cfo.cxo.pl/artykuly/50630/Godziwe.wyceny.html), aktualizacja 1 stycznia 2006, dostęp 15.03.2011 r.

stosowaniem wartości godziwej są dokonywane przy początkowym ujęciu wyceny przejmowanych aktywów i pasywów oraz zobowiązań warunkowych w księgowości połączeń jednostek gospodarczych zgodnie z MSSF 3. Jednak regulacja ta wyróżnia się na tle pozostałych standardów odwołujących się do kategorii wartości godziwej, ponieważ tylko w wypadku połączeń, wycenie według wartości godziwej podlegają przy początkowym ujęciu niemal wszystkie nabywane aktywa, zobowiązania i zobowiązania warunkowe.

Objęcie określonej kategorii pasywów lub aktywów obowiązkiem wyceny godziwej nie musi jednak oznaczać, że tak wyceniona pozycja będzie wykazana w sprawozdaniu finansowym w wartości godziwej. Na przykład wycena godziwa aktywów trwałych przeznaczonych do sprzedaży zostanie uwzględniona w sprawozdaniu finansowym tylko wtedy, gdy ustalona w ten sposób wartość aktywów, pomniejszona o koszty zbycia, będzie mniejsza od ich dotychczasowej wartości bilansowej.

Istnieją ponadto pozycje sprawozdań finansowych, które nie muszą, ale mogą być objęte wyceną do wartości godziwej, pod warunkiem przyjęcia takiego modelu wyceny w polityce rachunkowości spółki. Należą do nich: rzeczowe aktywa trwałe, nieruchomości inwestycyjne, wartości niematerialne i prawne oraz zapasy pozostające pod kontrolą pośredników w handlu towarami, przy czym w odniesieniu do nieruchomości inwestycyjnych obowiązuje co najmniej ujawnienie wartości godziwej, jeżeli zarząd jednostki przyjmie cenę nabycia za podstawę wyceny nieruchomości inwestycyjnych w sprawozdaniu finansowym. Wynika z tego, że obowiązek lub możliwość wyceny według wartości godziwej dotyczy niemal wszystkich pozycji bilansu<sup>8</sup>.

Wartość godziwa jest w znacznym stopniu kategorią abstrakcyjną, idealną, nierealną, ponieważ może wynikać z oszacowania transakcji hipotetycznych, jakie mogłyby być zawarte na warunkach rynkowych, nie zaś z transakcji faktycznie dokonanych przez podmiot sporządzający sprawozdanie finansowe na dzień dokonywania wyceny. Szerokie zastosowanie wartości godziwej do wycen, przewidziane przez standardy, sprzyja wierniejszemu przedstawieniu sytuacji finansowej jednostek gospodarczych na dzień bilansowy, w porównaniu z wycenami dokonywanymi na podstawie kosztu historycznego. Nie sposób jednak nie zauważyć, że wyceny wartości godziwej są obciążone większą lub mniejszą dozą subiektywizmu, którego stopień będzie się różnił w zależności od zastosowanej metodyki i podejścia analityka. W największym stopniu atrybut wiarygodności mają wyceny dokonywane na podstawie informacji z aktywnych rynków. Jeżeli informacje takie są niedostępne ze względu choćby na brak aktywnego rynku, konieczne jest korzystanie z nierynkowych metod szacowania wartości godziwej, na przykład dochodowych lub kosztowych.

Twórcy standardów, zdając sobie sprawę z ograniczeń przypisanych do szacunków wartości godziwej, uszeregowali metody wyceny według kryterium wiarygodności, aby ograniczyć stosowanie podejścia nierynkowego do wycen, dla których nie są dostępne informacje umożliwiające przyjęcie metodologii rynkowej. W standardach nie znajdziemy

---

<sup>8</sup> *Ibidem*.



wprowadzie ogólnego wzorca przedstawiającego hierarchię metod wyceny właściwych dla określenia wartości godziwej, można jednak wnioskować – głównie na podstawie analizy zapisów MSR 39, 40 i 41 oraz MSSF 3 – że następstwo, czyli hierarchia podejść metodologicznych wycen, układa się następująco:

- cena rynkowa notowana na aktywnym rynku,
- cena rynkowa z ostatnio przeprowadzonych transakcji,
- ceny z transakcji rynkowych dotyczących podobnych pozycji,
- cenowe wyznaczniki branżowe oparte na notowaniach rynkowych,
- metody dochodowe,
- metody kosztowe.

Nie wszystkie z wymienionych podejść do wyceny są uwzględnione w każdym ze standardów korzystających z kategorii wartości godziwej, niemniej jednak nie zdarza się sytuacja, w której standard zalecałby stosowanie w pierwszej kolejności podejścia do wyceny oznaczonego w zestawieniu wyższym numerem w porównaniu z podejściem oznaczonym numerem niższym<sup>9</sup>.

### **Przymusowy wykup akcji jako przykład zdominowanej sytuacji konfliktowej**

Spory między wspólnikami są naturalnym elementem życia gospodarczego. Niektóre z nich mają naturę osobistą (np. rozwód małżonków prowadzących wspólnie działalność gospodarczą), inne czysto zawodową (np. różne pomysły na rozwój firmy). W przypadku zaistnienia sporu niejednokrotnie jedna ze stron chce pozbyć się swoich udziałów lub przejąć udziały drugiej strony. Przedmiotem konfliktu staje się wtedy cena, według której ma zostać przeprowadzona transakcja. Z jednej strony potencjalny nabywca będzie dążył do jej obniżenia, z drugiej zaś potencjalnemu zbywcy będzie zależało na tym, by była ona jak najwyższa. Rozwiązaniem tej sytuacji jest skorzystanie z pomocy niezależnego eksperta (osoby trzeciej), którego zadaniem będzie wyznaczenie wartości akceptowalnej i sprawiedliwej z punktu widzenia wszystkich zainteresowanych stron. Ujawnia się tu jedna z podstawowych funkcji wyceny – funkcja pośrednicząca (negocjacyjna, mediacyjna). Odnosi się ona do tych przypadków transakcji kapitałowych, w których opinie stron na temat wartości są szczególnie rozbieżne. Wyniki wyceny zrealizowanej przez niezależnego eksperta umożliwiają wyrównanie interesów stron uczestniczących w konflikcie i ułatwiają przezwyciężenie zaistniałych rozbieżności<sup>10</sup>.

Według M.J. Matsche i G. Brösela sytuacje konfliktowe można podzielić na zdominowane i niezdominowane. Różnica między nimi sprowadza się do tego, czy zmiana stosunków własnościowych odbywa się jednostronnie, czyli bez zgody pozostałych stron

<sup>9</sup> *Ibidem*.

<sup>10</sup> M.J. Matsche, G. Brösel: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 39–55, 229–276; D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999, s. 46-51.

uczestniczących w transakcji, czy nie. Podstawowe różnice między wyceną prowadzoną w zdominowanej i niezdominowanej sytuacji konfliktowej przedstawia tabela 3.

Tabela 3

Różnice między wyceną w zdominowanej i niezdominowanej sytuacji konfliktowej

Cecha	Niezdominowana sytuacja konfliktowa	Zdominowana sytuacja konfliktowa
Obligatoryjność wyznaczonej wartości	strony transakcji mogą przyjąć wyznaczoną wartość	strony transakcji muszą przyjąć wyznaczoną wartość
Wolność podejmowania decyzji stron transakcji	wszystkie strony posiadają wolność podejmowania decyzji	przynajmniej jedna ze stron nie ma swobody działania
Obszar porozumienia stron transakcji	musi istnieć	nie musi istnieć
Zasada racjonalnego działania stron transakcji	musi być zachowana w stosunku do wszystkich stron transakcji	nie musi być zachowana w stosunku do wszystkich stron transakcji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M.J. Matsche, G. Brösel: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 43, 232–233.

Przykładem zdominowanej sytuacji konfliktowej jest przymusowy wykup akcji (ang. *squeeze-out*), czyli zmuszenie jednego z udziałowców (lub grupy udziałowców) mniejszościowych przez innego udziałowca (lub grupę udziałowców) większościowego do odsprzedaży posiadanych udziałów. Dopuszcza się również sytuację odwrotną, czyli zmuszenie udziałowca większościowego do odkupienia akcji posiadanych przez udziałowca mniejszościowego (ang. *sell-out*).

Zasady przymusowego wykupu akcji zależą od obowiązujących w danym kraju regulacji prawnych. Występujące w tym względzie różnice dotyczą m.in. minimalnej liczby udziałów, jaką powinien posiadać podmiot (lub grupa podmiotów), który chciałby dokonać przymusowego wykupu, zasad wyceny podlegających wykupowi udziałów, dopuszczalnych form płatności i procedur odwoławczych<sup>11</sup>.

### Przymusowy wykup akcji w polskim prawodawstwie

W polskim prawodawstwie procedura przymusowego wykupu akcji została uregulowana przepisami Kodeksu spółek handlowych (KSH) oraz Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu ob-

<sup>11</sup> C. van der Elst, L. van den Steen: *Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights*, *European Company & Financial Law Review* 6, no. 4 (December 2009), s. 391–439. W krajach Unii Europejskiej zasady przymusowego wykupu i odkupu akcji następujących w wyniku przejęcia ujednoliciła dyrektywa w sprawie ofert przejęcia: Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia.

rotu oraz o spółkach publicznych<sup>12</sup>. Pierwszy z wymienionych aktywów prawnych reguluje kwestie przymusowego wykupu i odkupu akcji w spółkach niepublicznych. Drugi określa procedury obowiązujące przy przymusowym wykupie i odkupie akcji w spółkach publicznych. Spółką publiczną jest spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

### Przymusowy wykup akcji w spółkach niepublicznych

Zgodnie z zapisami KSH walne zgromadzenie akcjonariuszy może powziąć uchwałę o przymusowym wykupie akcji akcjonariusz mniejszościowych reprezentujących nie więcej niż 5% kapitału zakładowego przez nie więcej niż pięciu akcjonariuszy, posiadających łącznie nie mniej niż 95% kapitału zakładowego. Warunkiem jest, by każdy ze współników dokonujących wykupu posiadał co najmniej 5% kapitału zakładowego oraz by uchwała została przegłosowana większością 95% oddanych głosów. Zgodnie z art. 417 „wykupu akcji dokonuje się po cenie notowanej na rynku regulowanym, według przeciętnego kursu z ostatnich trzech miesięcy przed powzięciem uchwały albo też, gdy akcje nie są notowane na rynku regulowanym, po cenie ustalonej przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie<sup>13</sup>. Jeżeli akcjonariusze nie wybiorą biegłego na tym samym walnym zgromadzeniu, zarząd zwróci się w terminie tygodnia od dnia walnego zgromadzenia do sądu rejestrowego o wyznaczenie biegłego celem wyceny akcji będących przedmiotem wykupu<sup>14</sup>. Zgodnie z powyższym zapisem, wyceny akcji będących przedmiotem przymusowego wykupu nie musi dokonać biegły rewident<sup>15</sup>.

Przepisy KSH przewidują również możliwość przymusowego odkupu akcji na wniosek udziałowca mniejszościowego. Sposoby wyznaczenia ceny odkupu akcji można uszeregować w następującej kolejności:

- ustalenie wartości przypadających na akcje aktywów netto, wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni okres, pomniejszonych o kwotę przeznaczoną do podziału między akcjonariuszy,
- ustalenie przez biegłego rewidenta ceny rynkowej,
- ustalenie przez biegłego rewidenta godziwej ceny odkupu.

Cena ustalona pierwszym z wymienionych sposobów odpowiada wartości księgowej kapitału własnego. Jest to wartość historyczna, która w pewnym momencie w przeszłości mogła reprezentować ekonomiczną wartość firmy, jednak upływ czasu i zmiany warun-

---

<sup>12</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU 2000, nr 94 poz. 1037, ze zm.), Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 184 poz. 1539, ze zm.).

<sup>13</sup> Wobec wyłączenia instytucji przymusowego wykupu akcji określonej przepisami KSH w stosunku do spółek publicznych, z natury rzeczy może znaleźć zastosowanie tylko procedura wyceny przez biegłego. Zob. J.A. Strzępka: *Komentarze kodeksowe. Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 946.

<sup>14</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU 2000, nr 94 poz. 1037, ze zm.).

<sup>15</sup> J.A. Strzępka: *op.cit.*, s. 946.

ków ekonomicznych na pewno zniosły tę tożsamość. Źródłem wartości wielu współczesnych przedsiębiorstw są aktywa pozabilansowe. Przykładem mogą być spółki prowadzące działalność internetową. Ich wartość w dużej mierze jest pochodną wiedzy, doświadczenia i umiejętności zatrudnionych w nich programistów. Ustalenie ceny odkupu w oparciu o wartość księgową aktywów i zobowiązań tego rodzaju spółek może budzić zastrzeżenia objętych wykupem akcjonariuszy mniejszościowych. Zgodnie z przepisami KSH w sytuacji, gdy akcjonariusz lub spółka uczestniczący w odkupie akcji nie zgadzają się z ceną odkupu wyznaczoną pierwszym z wymienionych sposobów, mogą zwrócić się do sądu rejestrowego o wyznaczenie biegłego rewidenta w celu wyznaczenia ich ceny rynkowej, a w przypadku jej braku godziwej ceny odkupu. Definiując termin „cena” jako wyrażoną w pieniądzu wartość określonego przedmiotu, można uznać, że zadaniem biegłego rewidenta jest wyznaczenie wartości rynkowej lub wartości godziwej. Żadna z wymienionych kategorii wartości nie została jednak zdefiniowana w przepisach KSH. Zastanawiać może również niekonsekwencja ze strony ustawodawcy, dotycząca kwalifikacji osób dokonujących wyceny. W przypadku przymusowego odkupu, wyceny akcji może dokonać jedynie biegły rewident, podczas gdy przy przymusowym wykupie, wyceny akcji może dokonać biegły niebędący koniecznym biegłym rewidentem<sup>16</sup>.

### **Przymusowy wykup akcji w spółkach publicznych**

Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych reguluje kwestie przymusowego wykupu akcji w spółkach, w których co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z zapisami art. 82 wspomnianej ustawy „akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, [...] osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (przymusowy wykup)”. Cena przymusowego wykupu akcji, co do zasady, nie może być niższa od:

- średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym (średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż 6 miesięcy),
- średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym, poprzedzających ogłoszenie wezwania,

---

<sup>16</sup> Problem wiedzy i umiejętności posiadanych przez biegłych rewidentów w zakresie wyceny przedsiębiorstw porusza m.in.: W. Hasik: *Dylematy ustalania wartości godziwej*, [w:] *Standaryzacja rachunkowości i rewizji finansowej*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2007, nr 1158, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2007, s. 48–52.

- najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem przymusowego wykupu podmiot dokonujący przymusowego wykupu (lub podmioty z nim powiązane), zapłacił w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem przymusowego wykupu,
- najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot przeprowadzający przymusowy wykup akcji (lub podmioty z nim powiązane) wydał w zamian za akcje będące przedmiotem przymusowego wykupu, w okresie 12 miesięcy przed jego ogłoszeniem<sup>17</sup>.

W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny w pierwszy z wymienionych powyżej sposobów albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej.

### **Próba zdefiniowania wartości godziwej jako standardu wartości stosowanego przy wycenach sporządzanych w sytuacji przymusowego wykupu akcji**

Szeroki zakres zastosowania wartości godziwej znacząco utrudnia stworzenie jej powszechnie akceptowalnej definicji. Sytuacja przymusowego wykupu akcji nie spełnia założeń określonych w definicji wartości godziwej stosowanej w rachunkowości. Po pierwsze, nie wszystkie strony transakcji są zainteresowane jej przeprowadzeniem. Po drugie, transakcja nie odbywa się na warunkach rynkowych. Cena odkupu nie jest wyznaczana w wyniku swobodnych negocjacji, ale jest narzucana arbitralnie. Wspomniane okoliczności odróżniają wartość godziwą od innego standardu wartości stosowanego w wycenie przedsiębiorstw – godziwej wartości rynkowej (por. tab. 4).

Na podstawie przedstawionych wytycznych można sformułować w następującą definicję wartości godziwej: „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena 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 (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego, z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny”. Zaproponowana definicja różni się od interpretacji stosowanych w rachunkowości. Przyjęte w niej założenia w praktyce ograniczają jej zastosowanie jedynie do sytuacji przymusowego wykupu akcji. Biorąc pod uwagę szerokie zastosowanie wartości godziwej w wycenie przedsiębiorstw, może to budzić pewne kontrowersje. Dlatego też przedstawiona propozycja powinna być przedmiotem dalszych rozważań.

---

<sup>17</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 184 poz. 1539, ze zm.).

Tabela 4

Różnice między godziwą wartością rynkową i wartością (sprawiedliwą) godziwą

Godziwa wartość rynkowa	Wartość sprawiedliwa
Kupujący jest zainteresowany transakcją.	Kupujący nie musi być zainteresowany transakcją.
Sprzedający jest zainteresowany transakcją.	Sprzedający nie jest zainteresowany.
Strony transakcji nie działają pod przymusem.	Kupujący lub sprzedający może być przymuszony do transakcji.
Zakłada się, że transakcja odbywa się pomiędzy typowym, hipotetycznym kupującym i sprzedającym.	Powody transakcji nie są brane pod uwagę, ale przy szacowaniu wartości można wziąć pod uwagę jej sprawiedliwość z punktu widzenia sprzedającego.
Wyznaczona wartość jest akceptowalna dla obu stron transakcji.	Koncepcja sprawiedliwości z punktu widzenia sprzedającego uwzględnia jego niezdolność do utrzymania przedmiotu wyceny.
Zakłada się, że obie strony mają odpowiedni zasób wiedzy.	Nie ma takiego założenia.
Zakłada się posiadanie racjonalnej wiedzy o stronach transakcji.	Nie ma takiego założenia.
Stosuje się do wyceny udziałów większościowych i mniejszościowych.	Stosuje się do wyceny udziałów mniejszościowych.
Stosuje się przy wszystkich wycenach dla celów podatkowych.	Najczęściej stosuje się w sytuacji wystąpienia sporu między wspólnikami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: L.B. Trugman: *Business Valuation Fundamentals for the Non-Valuation Expert*, Turgman Valuation Associates, Inc., s. 8.

## Literatura

- Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia.
- Fishman J.E. i in.: *Guide to Business Valuation*. vol. 1, second ed., Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J.: *Standards of Value, Theory and Applications*, Wiley 2007.
- Hasik W.: *Dylematy ustalania wartości godziwej*, [w:] *Standaryzacja rachunkowości i rewizji finansowej*, Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2007, nr 1158, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2007.
- Maj W.: *Godziwe wyceny*, CFO Magazyn finansistów, www: <http://cfo.cxo.pl/artykuly/50630/Godziwe-wyceny.html>, aktualizacja 1 stycznia 2006, dostęp 15.03.2011 r.
- Matsche M.J., Brösel G.: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Międzynarodowe standard wyceny, Edycja ósma 2007*, (wydawnie polskie), Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.

- Pratt S.P.: *Defining Standards of Value*, [online] s. 6, [www:http://www.appraisers.org/ForAppraisers](http://www.appraisers.org/ForAppraisers), dostęp: 23.03.2010 r.
- Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P.: *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
- Strzępka J.A.: *Komentarze kodeksowe. Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wyd. C.H. Beck Warszawa 2009.
- Trugman L.B.: *Business Valuation Fundamentals for the Non-Valuation Expert*, Turgman Valuation Associates, Inc.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU 2000, nr 94 poz. 1037, ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 184 poz. 1539, ze zm.).
- van der Elst C., van den Steen L.: *Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights*, European Company & Financial Law Review 6, no. 4 (December 2009).
- Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999.

*dr hab. prof. US Dariusz Zarzecki*  
*mgr Michał Grudziński*  
*Uniwersytet Szczeciński*

### Streszczenie

W niniejszym artykule podjęto próbę zdefiniowania wartości godziwej jako standardu wartości, stosowanego w wycenach sporządzanych na potrzeby przymusowego wykupu akcji. W pierwszej części artykułu przedstawiono standardy wartości stosowane w wycenie przedsiębiorstw. W drugiej części skupiono się na zaprezentowaniu definicji wartości godziwej, przyjętych w międzynarodowych standardach stosowanych w rachunkowości i wycenie przedsiębiorstw. W trzeciej części przedstawiono specyfikę przymusowego wykupu akcji oraz obowiązujące w tym zakresie regulacje prawne. Podsumowanie prowadzonych rozważań stanowi próba zdefiniowania wartości godziwej jako standardu wartości, stosowanego w sytuacji przymusowego wykupu akcji.

### FAIR VALUE AS A STANDARD OF VALUE USED IN VALUATION PREPARED FOR SQUEEZE OUT PURPOSE

#### Summary

In this paper we attempt to define fair value as the standard of value used in the valuations prepared for a squeeze out. The paper first presents the standard of value used in business valuation. The second part focuses on presenting the definition of fair value adopted in the international standards used in accounting and business valuation. In the third section provides specific of the squeeze.

As a conclusion we attempt to define fair value as the standard of value used in the valuations prepared for the squeeze out.