

PIOTR SZYMAŃSKI

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

JAKOŚĆ RAPORTÓW Z WYCEN PRZEDSIĘBIORSTW NA TLE STANDARDÓW WYCEN BIZNESOWYCH**1. Wprowadzenie**

Wraz z rozwojem gospodarki, w czasach koniunktury wiele przedsiębiorstw poszukuje dodatkowych możliwości wzrostu poprzez przejścia przedsiębiorstw konkurencyjnych czy też przedsiębiorstw w zupełnie niespokrewnionych branżach. W okresach dekonunktury wiele przedsiębiorstw doświadcza trudności związanych z finansowaniem czy to inwestycji czy też bieżącej działalności i próbuje pozyskać nowych inwestorów oferując akcje, udziały. Obie te sytuacje generują konieczność przeprowadzenia wyceny biznesowej.¹ Poza wyżej wymienionymi przykładami istnieje szereg innych potrzeb przeprowadzenia wyceny takich jak cele podatkowe, rozwodowe, spadkowe czy też związane z konfliktem między właścicielami. Wycena spełnia szereg funkcji, z których najistotniejszym wydaje się zapewnienie bezpieczeństwa obrotu gospodarczego.

Wycena biznesowa / wycena przedsiębiorstw to złożony proces, w którym zogniskowana jest szeroka wiedza głównie z zakresu ekonomii, ale także innych dziedzin takich jak zarządzanie i inne nauki społeczne. Z tym wiążą się też liczne problemy naukowe i praktyczne. W tym obszarze mimo upływu wielu lat istnieje szereg nierozwiązanych problemów i kontrowersyjnych rozwiązań. Zarówno w obszarze szeroko pojętej wyceny jak również wyceny przedsiębiorstw jest jeszcze wiele do zrobienia. Jednocześnie mając świadomość wielu niedoskonałości wyceny przedsiębiorstw wiele w tym obszarze już zrobiono.² W wielu krajach raporty z wycen przedsiębiorstw / wycen biznesowych sporządzanych jest w oparciu o krajowe lub międzynarodowe standardy wyceny biznesowej. W 2010 roku powstały dwie polskie propozycje standardów wyceny przedsiębiorstw /wyceny biznesowej.³ Jest to krok w stronę nadania ram procesowi wyceny przedsiębiorstw, a przez to pod-

¹ W artykule zamiennie używane są określenia wycena biznesowa i wycena przedsiębiorstw. Termin wycena biznesowa, wycena biznesu jest tłumaczeniem anglojęzycznego pojęcia *business valuation*. W Polsce od lat przyjęte jest określenie wycena przedsiębiorstw i do tego określenia przywykliśmy, choć z drugiej strony rodzi to problemy definicyjne. Jeśli bowiem przyjmimy, że wycena przedsiębiorstw jest odpowiednikiem terminu *business valuation* to oznacza, że w tym pojęciu zawiera się zarówno wycena wydzielonych części przedsiębiorstwa, wycena akcji/udziałów/innych wkładów właścicieli, wycena projektów inwestycyjnych, wycena aktywów, wycena wartości niematerialnych, wycena instrumentów finansowych oraz ... wycena całego przedsiębiorstwa.

² Czego wyrazem jest ogromna liczba pozycji literaturowych z tego zakresu.

³ Zob. P. Szymański, *Propozycja konstrukcji przyszłego polskiego standardu wyceny biznesowej*, W: *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 144, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010, s. 523-534 oraz D. Zarzecki, E. Mączyńska, A. Beer-Zwolińska, B. Bombala, J. Filipiak, M. Grudziński, M. Habdas, J. Konowalczuk, M. Panfil, M. Pęksy, M. Prystupa, T. Ramian, P. Szymański, *Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, W: *Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki*

niesienie jakości wycen w Polsce. Tym bardziej, że w krajowej praktyce gospodarczej dość powszechna jest opinia, że przy wycenie przedsiębiorstw każdą wartość można udowodnić, że istnieje tutaj duża dowolność i swoboda. Tą negatywną opinię potwierdzały w powszechnym odbiorze wątpliwości związane z procesem prywatyzacji przedsiębiorstw. Problemy związane z jakością raportów z wyceny dla celów prywatyzacyjnych wyceny zostały podniesione w pracy D. Zarzyckiego.⁴ Jaki poziom prezentują dziś raporty z wycen i jakie błędy w warstwie metodycznej procesu wyceny popełniane są dziś w polskiej praktyce na tle wybranych kryteriów opartych na standardach wyceny biznesowej? Celem artykułu jest odpowiedź na to pytanie w oparciu o pilotażowe badania, nad jakością raportów z wycen na rynku prywatnym (bez wycen dla celów prywatyzacji). Jakość ta została zweryfikowana w oparciu o wybrane standardy wyceny biznesowej.⁵ Dla realizacji celu artykułu w oparciu o wybrane standardy wyceny biznesowej określono kluczowe elementy, które powinien zawierać raport z wyceny biznesowej. Następnie w oparciu o zebrane raporty z wycen biznesowych zbadano czy zawierają wyspecyfikowane wcześniej kluczowe elementy.

2. Standardy wyceny biznesowej

Określanie wartości jest fundamentalną kwestią dla handlu gdzie wymieniane są dobra i usługi. Konieczność określania wartości dóbr i usług pojawiła się wtedy, gdy zaczęło dochodzić do ich wymiany. Procedury wyceny ewoluowały przez wiele stuleci. J. R. Hitchner upatruje początków profesjonalizacji wyceny biznesowej w inicjatywie R. Miles'a reprezentującego Institute of Business Appraisers oraz S. Pratt'a reprezentującego Willamette Management Associates, którzy nadali koherentną formę wiedzy z zakresu wyceny biznesowej. Książka Miles'a *Basic Business Appraisal* była jedną z pierwszych pozycji z tego zakresu. Kolejna pozycja to książka Pratt'a *Valuing a Business*, która została opublikowana po raz pierwszy w 1981r. Od chwili publikacji tych dwóch przełomowych publikacji, nastąpił wysyp artykułów i książek dostarczających nowej wiedzy o teorii wyceny. Ewolucja teorii wyceny biznesowej położyła podwaliny pod standaryzację procesu wyceny.⁶

Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat można zaobserwować proces rozpowszechniania standardów wyceny biznesowej na świecie, który z jednej strony jest odpowiedzią na potrzeby rynkowe a z drugiej jest efektem współpracy między organizacjami zajmującymi

zawodowej. *XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce, 16-18 września 2010r.*, s. 299-314.

⁴ Zob. D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 1999* oraz U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich, Difin, Warszawa 2001*.

⁵ W artykule posłużono się terminem wycena biznesowa, wyceny biznesu (ang. business valuation) definiowanym przez organizacje standaryzujące, jako akt albo proces określania wartości przedsiębiorstwa lub kapitału własnego oraz szerzej, jako wycena całego przedsiębiorstwa, wycena wydzielonych części przedsiębiorstwa, wycena akcji/udziałów/innych wkładów właścicieli, wycena projektów inwestycyjnych, wycena aktywów, wycena wartości niematerialnych, wycena instrumentów finansowych. Jeden ze standardów dołącza także do tego terminu wycenę organizacji non profit. W oparciu o te definicje należy uznać, że termin wycena biznesowa jest kategorią szerszą niż wycena przedsiębiorstw.

⁶ J. R. Hitchner, *Financial valuation. Applications and Models, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, s. 551*.

się tym obszarem wyceny. Niewątpliwym wzorcem dla wielu organizacji na świecie zajmujących się wyceną biznesową są standardy północnoamerykańskie. Wzorem rozwiązań północnoamerykańskich podążyły m.in. kraje takie jak Nowa Zelandia, Chiny (Hong Kong), Australia tworząc własne, krajowe standardy wyceny biznesowej. W wielu innych krajach propagowane są standardy międzynarodowe – International Valuation Standards.⁷

Standardy wyceny biznesowej to ogólne modele rzeczywistości, opisujące co jest istotne dla rynków przy ocenie wartości jak i wskazujące na czynności jakich powinniśmy dokonać aby określić wartość. Standardy wyceny biznesowej koncentrują się na metodycznej stronie procesu wyceny. Wskazują, jakie kroki należy podjąć, aby określić wartość, jakie obszary należy zbadać. Standardy wyceny biznesowej mają ogólny charakter w warstwie merytorycznej zwracają uwagę na zależności między celami wyceny, standardami wartości i metodami wyceny. Określają konieczne obszary analizy, które umożliwią identyfikację kluczowych czynników wartości, zwracają również uwagę na problem konfliktu interesów w procesie wyceny. Standardy te poruszają takie kwestie jak: zakres niezbędnej analizy, założenia i ograniczenia wyceny, możliwości wykorzystania wyceny, raportowanie, źródła danych, kwalifikacje eksperta, niezależność eksperta w relacjach z klientem, konflikt interesów, poufność itp. W zakresie szczegółowych problemów metodycznych standardy odsyłają do literatury przedmiotu. Zakres regulacji zawartych w standardach ogranicza ryzyko metodyczne, ryzyko związane z samym procesem wyceny w tym zakresie analizy danych. Oczywiście stosowanie standardów nie oznacza automatycznej poprawności raportu bowiem standardy nie są w stanie ograniczyć ryzyka związanego ze stosowanymi narzędziami, metodami i doбором danych. Wyżej wymienione elementy są na tyle istotne, że ewentualne błędy popełnione w którymkolwiek z tych obszarów mogą zniekształcić wynik i sprawić, że wycena nie będzie rzetelna. Problem ten dostrzeżono wiele lat temu w USA, które są prekursorem w zakresie ustanawiania standardów wyceny biznesowej, wyceny biznesu - ang. *business valuation standard* i w zakresie certyfikowania ekspertów w ramach tej dziedziny.

Pod pojęciem, jakości raportu z wyceny kryje się czytelna procedura, logika procesu wyceny i wynikające z niej wnioski, to też jawność założeń i źródeł danych, to rzetelna analiza wycenianego biznesu.⁸ W jednym, ze sporów sądowych ekspert bronił swojego raportu z wyceny przed zarzutami drugiej strony argumentując, że nie można krytykować metodyki zastosowanej w raporcie nie znając materiału źródłowego na podstawie, którego wycena została wykonana.⁹ W ten sposób nie można podważać żadnego raportu, bowiem im mniej informacji i przesłanek wyboru metody zawartych w raporcie, im raport jest mniej transparentny tym mniejsza możliwość jego podważenia, bowiem nikt nie wie, o co w nich chodzi poza samym autorem. Abstrahując od tego czy zarzuty były zasadne czy nie, to jednak o podejściu, o doborze metod, w świetle standardów wyceny biznesowej obowiązujących w wielu krajach, przesądza cel wyceny i związany z nim standard wartości. Jednocześnie w raporcie z wyceny powinna być zawarta pełna argumentacja przemawiająca za wyborem określonej metodyki, metody. Ryzyko tego typu konfliktów dotyczących kwestii metodycznych jest w Polsce wysokie ze względu na brak krajowego standardu

⁷ Zob. *International Valuation Standards, International Valuation Standards Council, 2007.*

⁸ *Szczegółowe parametry określające jakość raportu z wyceny zawierte są w tabeli 1.*

⁹ *Orzecznictwo: Wartość udziałów w spółce z o.o. otrzymanych w spadku, www.podatki.biz/artykuly/28_9078.htm.*

wyceny przedsiębiorstw (jak wspomniano we wstępie jesteśmy na dobrej drodze by to zmienić). Wprowadzenie takiego standardu, który wykorzysta dorobek nauki i praktyki standaryzacji wyceny w innych krajach jak również doświadczenia polskiej praktyki może istotnie ograniczyć kontrowersje w zakresie procedur wyceny, która jest w swej zasadniczej części taka sama we wszystkich krajach gdzie standardy wyceny biznesu obowiązują. Oczywiście wprowadzenie standardu nie oznacza zlikwidowanie wszelkich kontrowersji związanych z procesem wyceny, ale podnosi poziom dyskusji z problemów podstawowych - generalistów na problemy szczegółowe i wymagające większej wiedzy od eksperta.

3. Raporty z wyceny wg standardów

Zawartość raportów z wycen jest szczegółowo specyfikowana w większości standardów wyceny biznesowej. Dla potrzeb badań wykorzystano następujące standardy wyceny biznesowej:

- **Amerykański** – Statement on Standards for Valuation Services z czerwca 2007 opracowany przez *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*
- **Amerykański** – NACVA Professional Standards z maja 2002 opracowany przez *National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA)*
- **Australijski** - Valuation Services z lipca 2008 opracowany przez *Accounting Professional and Ethical Standards Board*
- **Chiński** - Business Valuation Standards z listopada 2005 opracowany przez *The Hong Kong Business Valuation Forum*
- **Kanadyjski** - Standard no 110 z czerwca 2007 opracowany przez *The Canadian Institute of Chartered Business Valuators*
- **Nowozelandzki** - Independent Business Valuation Engagements z lipca 2003 opracowany przez *Institute of Chartered Accountants of New Zealand*

W oparciu o przeprowadzone analizy powyższych standardów wyspecyfikowano kluczowe elementy procesu wyceny, które powinny być zawarte w raporcie.¹⁰

Przedmiotem badania było osiem wycen zrealizowanych w Polsce na rynku prywatnym dla pozagiełdowych spółek kapitałowych zorganizowanych w formie spółki z o.o. (cztery przedsiębiorstwa), S.A. (dwa przedsiębiorstwa) i spółki jawnej (dwa przedsiębiorstwa). Raporty z wycen dla potrzeb analizy oznaczono symbolami od A do H (tabela 1). Trzy wyceny zostały wykonane w 2007 roku tyle samo w 2009 i dwie w 2010r. Celem badania było zweryfikowanie, w jakim stopniu raporty z wycen spełniają typowe wymogi zawarte w standardach wyceny biznesowej.

Jednym z wymogów stawianych przez standardy wyceny jest określenie celu wyceny. W analizowanych raportach w trzech przypadkach nie określono celu wyceny. W pozosta-

¹⁰ Zob. P. Szymański, *Standardy wyceny biznesowej (przedsiębiorstw i kapitału własnego) na świecie, a przyszły polski standard wyceny biznesowej*, W: *Finanse przedsiębiorstw*, red. A. Kopiński, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, praca w druku, P. Szymański, *Proces wyceny biznesowej wg wybranych standardów*, W: *Zarządzanie Finansami, Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, pod redakcją: D. Zarzeckiego, *Zeszyty Naukowe nr 586, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2010*, s. 409-418, P. Szymański, *Propozycja konstrukcji przyszłego polskiego standardu wyceny biznesowej*, W: *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 144, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010*, s. 523-534.

łych przypadkach celem wyceny było: połączenia spółek - 2 przypadki, wniesienie aportem udziałów w spółce do innej spółki - 2 przypadki. W jednym przypadku w raporcie H co prawda znajduje się punkt zatytułowany cel wyceny, ale jego treść określa przedmiot wyceny a nie wyjaśnia czemu wycena ma służyć. Kolejnym wymogiem standardów jest określenie przedmiotu wyceny. W pięciu przypadkach deklarowanym przedmiotem wyceny było określenie wartości udziałów, akcji, wkładów kapitałowych właścicieli. W trzech pozostałych przypadkach deklarowana była wycena przedsiębiorstwa, a faktycznie dokonano wyceny udziałów. Kolejnym elementem, jaki powinien być zawarty w raporcie z wyceny jest określenie zarówno daty sporządzenia raportu jak również daty określającej moment wyceny. W siedmiu przypadkach brakuje oznaczenia daty raportu albo daty wyceny. W jednym przypadku (raport G) określono zarówno datę sporządzenia raportu z wyceny jak również dzień, na który sporządzono wycenę. Zgodnie ze standardami w raportach powinien być określony adresat wyceny. W analizowanych raportach ten wymóg został wypełniony w zaledwie połowie przypadków. Standardy wyceny określają również konieczność oznaczenia w raporcie dla jakich potrzeb może on być wykorzystany. W analizowanych raportach tylko w dwóch przypadkach zakreślono ograniczenia w zakresie wykorzystania raportu. Jednym z kluczowych elementów procesu wyceny jest wybór standardu wartości. Analizowane standardy wyceny biznesowej nakazują, aby ekspert dokonując wyceny odpowiednio dostosował standard wartości do celu wyceny. W analizowanych przypadkach żaden z raportów nie odnosił się do kwestii standardu wartości. W związku z tym również problem adekwatności celu wyceny i standardu wartości nie był analizowany. Niesie to poważne konsekwencje dla poprawności wyceny. Brak w raporcie informacji na ten temat może wskazywać na to, że ekspert prawdopodobnie nie rozważał, jaka perspektywa wyceny jest odpowiednia z punktu widzenia celu wyceny (np. perspektywa danego inwestora, perspektywa rynku). Oznacza to także, że prawdopodobnie nie analizowano z punktu widzenia celu wyceny i standardu wartości, jakie podejścia do wyceny i przy jakich założeniach mogą zostać zastosowane (podejście dochodowe, majątkowe i porównawcze). To z kolei może skłaniać do wniosku, że wybór metod wyceny nie był przemyślany. Z punktu widzenia standardów wyceny biznesowej brak śladu takiej analizy byłby przesłanką do podważenia wyników wyceny.

Zgodnie z analizowanymi standardami wyceny wybór określonego podejścia, metody wyceny powinien być uzasadniony. W badanych raportach jedynie w przypadku raportu C z wyceny przeanalizowane zostały dwie metody wyceny, po czym uzasadniono wybór jednej z nich. W pozostałych raportach brak jest jakiegokolwiek odniesienia do rozpatrywanych podejść i metod wyceny. W trzech raportach (C, D i E) uzasadniono wybór przyjętych metod wyceny, przy czym uzasadnienia te są bardzo skromne i kontrowersyjne np.:

- wybór metody majątkowej skorygowanej – „bo jest prosta i jednoznaczna”,
- wybór metody majątkowej skorygowanej – „ponieważ Spółka prowadzi księgowość zgodnie z MSR-ami, co pozwala przypuszczać, że wartość aktywów nie odbiega znacząco od wartości rynkowej”.

W przypadku trzech raportów zastosowano jedną metodę wyceny (1 majątkową skorygowaną, 1 dochodową i 1 porównawczą) w dwóch przypadkach zastosowano dwie metody (dochodową i majątkową skorygowaną oraz dochodową i porównawczą) i w jednym przypadku zastosowano trzy metody (dochodową i majątkową skorygowaną i porównawczą). Standardy nakładają obowiązek określenia założeń do przyjętych metod, w przypadku analizowanych raportów w jednym przypadku ten wymóg nie został dotrzymany. Dodat-

kowo w dwóch przypadkach określono zastrzeżenia, co do uzyskanych wartości. Generalną słabością analizowanych raportów jest brak odwołań do źródeł (np. w przypadku danych makroekonomicznych, w przypadku danych dotyczących przedmiotu wyceny w trzech przypadkach odwołano się do informacji przekazanych przez spółkę). Najczęściej (w 5 raportach) stosowano metodę dochodową i majątkową, w trzech przypadkach zastosowano metodę porównawczą. Wiele raportów zwraca uwagę na problem operacyjności aktywów wycenianego przedsiębiorstwa i wskazuje na konieczność osobnej wyceny nadmiernych aktywów, które są zbędne z punktu widzenia prowadzonej działalności operacyjnej. W badanych raportach brak informacji, które aktywa mają charakter operacyjny, a które mają nieoperacyjny charakter (nadmierne aktywa) czy też informacji o aktywach niepełnowartościowych.

Standardy wyceny biznesowej dużą wagę przywiązują zarówno do analizy danych finansowych jak i danych pozafinansowych specyfikując niezbędny zakres analizy w tych obszarach z różnym stopniem szczegółowości. Wśród badanych raportów z wycen w dwóch przypadkach (raporty oznaczone symbolem B i E) brak jakiegokolwiek wzmianki na temat analizy informacji o charakterze poza finansowym. W jednym przypadku (raport H) z zakresu danych niefinansowych można znaleźć jedynie krótką wzmiankę na temat przedsiębiorstw konkurencyjnych. W pozostałych raportach (A, C, D, F i G) opisano naturę, specyfikę, uwarunkowania i historię wycenianego biznesu, przy czym w raportach C i D były to opisy dość lakoniczne a natomiast najlepiej został opisany ten obszar w raporcie F. W większości raportów brak jest analizy ryzyka związanego z wycenianym biznesem. W raporcie D w zakresie danych niefinansowych można zauważyć jednozdaniową wzmiankę o ryzyku prowadzonego biznesu. Tylko w przypadku wyceny F ryzyka zostały zidentyfikowane i opisane. Generalnie warstwa opisowa, obszar analizy danych niefinansowych w większości raportów ma postać szczątkową, wyjątkiem są tu raporty C i F gdzie przeanalizowano produkty i/lub usługi, otoczenie ekonomiczne, rynek branżowy. Także w obszarze analizy danych finansowych w badanych raportach istnieje wiele niedociągnięć z punktu widzenia wymogów zawartych w standardach wyceny biznesowej. Raporty E i H są wyjątkowo zdawkowe w zakresie analizy danych finansowych, bowiem ograniczają się jedynie do informacji o podstawowych danych ze sprawozdań finansowych. W pięciu przypadkach (raporty A, B, C, D i F) w raportach zawarto zarówno historyczne sprawozdania finansowe jak też projekcje finansowe (budżety, plany, prognozy). W połowie badanych raportów zawarto wyniki analizy finansowej. Warto odnotowania jest to, że w dwóch przypadkach przywołano wyniki przedsiębiorstw konkurencyjnych (raporty C i F), a w jednym przypadku wskazano na zagrożenia kontraktów (raport D). Standardy wyceny biznesowej wskazują, że z punktu widzenia wyceny kluczowe jest zrozumienie mechanizmów biznesu, który jest przedmiotem wyceny. Z raportów nie wynika, że takie działania były podejmowane, wręcz przeciwnie można odnieść wrażenie, że wszelkie opinie i analizy zawarte w badanych raportach są oparte jedynie na danych ze sprawozdań finansowych i nie są poparte jakąś głębszą analizą związków między przychodami i kosztami uwzględniającą np. szczegółowe dane finansowo księgowe różnych obszarów działalności w przypadku przedsiębiorstw zdywersyfikowanych.

Istotne z punktu widzenia wyceny wkładów właścicieli jest określenie struktury właścicielskiej wycenianego np. przedsiębiorstwa, jednak tylko w przypadku dwóch raportów została ona opisana, mimo iż we wszystkich wycenach faktycznym przedmiotem wyceny były udziały, akcje, wkłady właścicieli. W większości raportów (raporty A, B, C, D, F) określone zostały założenia w zakresie wykorzystywanych metod wyceny i można je uznać

za kompletne. Natomiast w raporcie E brak jakichkolwiek informacji o przyjętych założeniach, a w raportach G i H skala informacji o przyjętych założeniach jest niewystarczająca. Zacznie gorzej wygląda kwestia uwiarygodniania, dokumentowania poczynionych założeń, czy też innych informacji na których oparta jest wycena. W tym zakresie w dwóch raportach (B i F) dość często pojawiają się powołania na źródła. Dalsze cztery przypadki (raporty D, E, G, H) zawierają pojedyncze odwołania do źródeł jednak większość informacji, założeń nie jest w żaden sposób potwierdzana. Żadnych odwołań do źródeł nie zawierają raporty A i C.

Stosunkowo nowym obszarem regulowanym przez nieliczne standardy wyceny biznesowej jest problem korekt wartości z tytułu wielkości, kontroli czy też płynności. W analizowanych raportach ta kwestia nie jest poruszana. Lepiej badane raporty wypełniają standardy w zakresie prezentowania konkluzji z wyceny. We wszystkich raportach zawarto konkluzję z wyceny choć w trzech przypadkach są to podsumowania zdawkowe. W żadnym z badanych raportów nie odniesiono się do kwestii niezależności eksperta w doborze podejść i metod wyceny. Jednakże warto odnotować, iż w jednym raporcie (raport C) poruszono kwestię zależności eksperta i ewentualnego konfliktu interesu. W trzech przypadkach raporty z wycenie były sygnowane imiennie przez eksperta lub firmę zajmującą się wyceną. W żadnym z analizowanych przypadków nie odniesiono się do kwestii zaangażowania innych ekspertów (np. rzeczoznawców majątkowych i biegłych rewidentów). Słabością badanych raportów jest również generalny brak klauzul zabezpieczających. Klauzule takie odnotowano tylko w jednym przypadku - raport F.

Podsumowując w wybranych do badania raportach jest wiele elementów, które wymagają poprawy aby raporty mogły spełniać wymogi standardów wyceny biznesowej. Generalnie większość z tych raportów nie jest transparentnych, są mało komunikatywne, przez co potencjalnemu użytkownikowi trudno odnieść się do przedstawianych w nich wyników. W raportach dominuje tak zwane „podejście eksperckie” rozumiane jako przyjmowanie określonych parametrów, twierdzeń bez dowodu, bez próby uprawdopodobnienia. Możliwe jest też, że takie próby są podejmowane ale ekspert o nich nie informuje w raporcie. Przez to możliwość ich wykorzystania np. dla potrzeb negocjacji są ograniczone, bowiem prezentowane w nich wyniki nie są poparte, żadnymi argumentami czy też dowodami, przez co mogą być łatwo podważone.

Symptomatyczne jest też to, że mimo iż w badanych wycenach wartości oscylują między kilkoma a kilkudziesięcioma milionami złotych to analizowane raporty w sześciu przypadkach mają niewielką objętość od kilku do kilkunastu stron, w dwóch przypadkach objętość raportu są znacząco większe (36 i 150 stron).

Tabela 1. Zawartość raportów z wycen przedsiębiorstw na tle wymogów standardów wyceny biznesowej

Raporty z wycen		A	B	C	D	E	F	G	H
1	Rok wyceny	2007	2009	2007	2009	2009	2007	2010	2010
2	Forma prawno organizacyjna:								
	- S.A.			X			X		
	- sp. z o.o.	X	X		X	X			
	- spółka jawna							X	X
3	Czy został określony cel wyceny?	T	T	N	T	T	N	N	~
4	Co jest wyceniane?								
	- przedsiębiorstwo				X	X	X		
	- wkłady właścicieli	X	X	X				X	X

	- wydzielona część przedsiębiorstwa								
	- inne								
5	Czy została określona data wyceny?	T	N	T	T	T	N	T	T
6	Czy została określona data raportu?	N	T	N	N	N	T	T	N
7	Czy zostali określone użytkownicy wyceny?	T	T	N	T	T	N	N	N
8	Czy wybrano standard wartości?	N	N	N	N	N	N	N	N
9	Ograniczenia wykorzystania raportu	N	N	T	N	N	T	N	T
10	Co zostało przeanalizowane (czy to widać w raporcie)?								
	Informacje pozafinansowe								
A	Natura/specyfika, uwarunkowania i historia	T	N	T	T	N	T	T	N
B	Infrastruktura	T	N	N	N	N	T	N	N
C	Strukturę organizacyjną	N	N	N	N	N	N	T	N
D	Kadra zarządzająca (naczelnicy kierownictwo i pracownicy o kluczowych kompetencjach)	N	N	N	N	N	N	N	N
E	Klasy własności kapitału własnego i przypisane im prawa	N	N	N	N	N	N	Z	Z
F	Produkty i/lub usługi	T	N	T	N	N	T	T	N
G	Otoczenie ekonomiczne	T	N	T	N	N	T	T	N
H	Rynki geograficzne	T	N	T	N	N	T	T	N
I	Rynek branżowy	T	N	T	N	N	T	T	N
J	Kluczowi konsumenci i dostawcy	N	N	N	N	N	T	T	N
K	Konkurencja	N	N	N	N	N	T	T	T
L	Ryzyka biznesu	N	N	N	~	N	T	N	N
Ł	Strategia i plany na przyszłość	N	N	T	N	N	T	N	N
M	Otoczenie prawne	N	N	N	N	N	N	T	N
	Informacje finansowe								
A	Historyczne sprawozdania finansowe	T	T	T	T	T	T	T	T
B	Projekcje finansowe (budżety, plany, prognozy)	T	T	T	T	N	T	N	N
C	Porównywalne sprawozdania finansowe firm z branży	N	N	T	N	N	T	N	N
D	Informacje o zwrotach podatkowych	N	N	N	N	N	N	N	N
E	Informacje o wypłatach i kompensatach w relacjach z właścicielami	N	N	N	N	N	N	N	N
F	Informacje o ubezpieczeniach na życie kluczowych pracowników lub kadry zarządzającej	N	N	N	N	N	N	N	N
G	Zagrożenia kontraktów	N	N	N	T	N	N	N	N
H	Informacje o mających pierwszeństwo sprzedaży akcji	N	N	N	N	N	N	N	N
I	Dokumenty finansowo-księgowe	N	T	N	T	T	N	N	N
J	Analiza finansowa	T	N	T	N	N	N	T	~
K	Badanie związków między przychodami i kosztami, wpływami i wydatkami	N	N	N	N	N	N	N	N
L	Dokumenty poza finansowe (np. prawa, przywileje, opcje, kluczowe transakcje)	N	N	T	N	N	N	N	N

11	Czy została opisana struktura właścicielska?	N	N	T	N	N	T	T	T
12	Czy w raporcie określono jakie metody były rozważane?	N	N	T	N	N	N	N	N
13	Czy istnieje uzasadnienie wyboru metody?	N	N	T	T	T	N	N	N
14	Czy były jakieś modyfikacje zastosowanych metody?	N	N	N	T	N	N	N	N
15	Ile metod zostało zastosowanych?	3	1	1	2	1	2	1	2
16	Jakie metody zostały zastosowane?								
	- dochodowe	1	1		1		1		1
	- porównawcze	1		1			1		
	- majątkowe	1			1	1		1	1
	- opcyjnie								
	- inne								
17	Czy określone zostały założenia do przyjętych metod?	T	T	T	T	N	T	~	~
18	Czy określone zostały czynniki ograniczające?	N	T	T	N	N	N	N	N
19	Czy są powołania na źródła?	N	T	N	~	~	T	~	~
20	Czy dokonano korekty wartości z tytułu:		N	N	N	N		N	N
	- wielkości								
	- kontroli								
	- płynności	T					T		
21	Czy jest konkluzja, podsumowanie wyceny?	~	T	T	T	~	T	~	T
22	Czy w raporcie poruszono kwestię niezależności eksperta i ewentualnego konfliktu interesu?	N	N	T	N	N	N	N	N
23	Czy byli wykorzystywani inni eksperci?	?	?	?	?	?	?	?	?
24	Czy został określony poziom odpowiedzialności innych ekspertów	N	N	N	N	N	N	N	N
25	Czy ujawnione są kwalifikacje eksperta	N	N	N	N	N	N	N	N
26	Czy jest podpis w imieniu eksperta czy firmy wyceniającej?	N	T	N	T	N	T	T	T
27	Czy niezależność eksperta była pełna (np. w doborze metod)?	?	?	?	?	?	?	?	?

Oznaczenia: T – tak, N – nie, ~ - częściowo, ? – brak danych, X – jest, Z – nie dotyczy

Źródło: opracowanie własne.

4. Podsumowanie

Wycena biznesowa często wpisana jest w konflikt interesów dwóch stron, dlatego też ważne jest, aby ekspert dokonujący wyceny jasno określił swoją rolę. Czy jego pozycja jest niezależna wobec zleceniodawcy czy też jego wybory np. co do podejścia i metod wyceny są w jakimkolwiek stopniu ograniczone przez zleceniodawcę. Ekspert dokonujący wycen

biznesowych jest narażony na zarzuty stronniczości stąd też powinien szczególną wagę przywiązywać do kwestii jakości raportu z wyceny. Z przeprowadzonych badań wyłania się dość krytyczny obraz jakości raportów z wyceny przedsiębiorstw. Niemniej jednak należy zauważyć, że trudne jest spełnianie wymogów standardów, jeśli nie mają one powszechnego charakteru i prawdopodobnie są nieznanymi szerszemu gronu krajowych ekspertów z tego zakresu. Stąd też krytyka raportów nie jest krytyką działań ekspertów tym bardziej, że w niektórych raportach widoczny jest duży wkład pracy i próby metodycznego podejścia do wyceny. Problemy z jakością raportów z wyceny biznesowej w Polsce związane są z kilkudziesięcioletnim okresem bez gospodarki rynkowej, kiedy to wycena np. przedsiębiorstw nie miała większego znaczenia oraz z tym, że krajowy dorobek w zakresie szeroko pojętej wyceny był kilkakrotnie przerywany. O tym, że taki dorobek (tradycja) w zakresie szeroko pojętej wyceny istniał świadczy m.in. ustawa *Urządzenie wieczyste królewskiej z 24 i 26 IV 1792r.* oraz dokument *Ogólny wykaz intrat i szacunków z dóbr Klucza Polanieckiego w ekonomii Osiek z 16 VIII 1830 roku* (w 1809r. zarządzono Księstwie Warszawskim spis wszystkich dóbr narodowych i szacowanie ich wartości).¹¹ Brak ciągłości myśli krajowej nadrabiamy w ostatnich kilkunastu latach naśladownictwem rozwiązań z krajów gdzie takie przerwy w dorobku nie nastąpiły. Gdy w najbliższych latach nadrobimy metodyczne zaległości w zakresie wyceny przedsiębiorstw w dalszej perspektywie będziemy w stanie aktywnie włączyć się w proces doskonalenia procesu wyceny.

5. Literatura

- [1] *European Valuation Standards 2009*, Sixth Edition, The European Group of Valuers' Associations.
- [2] Hitchner J. R., *Financial valuation. Applications and Models*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- [3] <http://dziedzictwo.polska.pl>.
- [4] *Independent Business Valuation Engagements*, Institute of Chartered Accountants of New Zealand, 2003.
- [5] *International Valuation Standards*, International Valuation Standards Council, 2007.
- [6] Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- [7] Orzecznictwo: *Wartość udziałów w spółce z o.o. otrzymanych w spadku*, www.podatki.biz/artykuly/28_9078.htm.
- [8] *Professional Standards, National Association of Certified Valuation Analysts*, May 2002.
- [9] Standard no 110, *The Canadian Institute of Chartered Business Valuators*, June 2007.
- [10] *The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards*, The Hong Kong Business Valuation Forum, November 2005.
- [11] *Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset. Statement on Standards for Valuation Services*, American Institute of Certified Public Accountants, New York June 2007.
- [12] *Valuation Services, Accounting Professional and Ethical Standards Board*, July 2008.

¹¹ <http://dziedzictwo.polska.pl>.

- [13] Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 1999.
- [14] Zarzecki D., Mączyńska E., Beer-Zwolińska A., Bombała B., Filipiak J., Grudziński M., Habdas M., Konowalczyk J., Panfil M., Pęksyk M., Prystupa M., Ramian T., Szymański P., *Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, W: *Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki zawodowej*. XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce, 16-18 września 2010r.
- [15] Szymański P., *Standardy wyceny biznesowej (przedsiębiorstw i kapitału własnego) na świecie, a przyszły polski standard wyceny biznesowej*, W: *Finanse przedsiębiorstw*, red. A. Kopiński, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, praca w druku.
- [16] Szymański P., *Proces wyceny biznesowej wg wybranych standardów*, W: *Zarządzanie Finansami, Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, pod redakcją: D. Zarzeckiego, Zeszyty Naukowe nr 586, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2010.
- [17] Szymański P., *Propozycja konstrukcji przyszłego polskiego standardu wyceny biznesowej*, W: *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 144, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.

Streszczenie

Raporty z wycen przedsiębiorstw pełnią ważną rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa obrotu gospodarczego. Stąd też istotne jest, aby raporty z wycen reprezentowały odpowiedni poziom jakości, aby uwzględniały dzisiejszy stan wiedzy w tym zakresie. Pomocne mogą tu być istniejące w niektórych krajach standardy wyceny biznesowej regulujące kluczowe elementy procesu wyceny. W artykule zaprezentowano w jakim stopniu wybrane raporty z wycen przedsiębiorstw realizowanych w Polsce na rynku prywatnym spełniają wymogi określone przez standardy wyceny biznesowej obowiązujące w innych krajach.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, wycena biznesowa, raporty z wycen, standardy wycen przedsiębiorstw, standardy wycen biznesowych.

THE QUALITY OF BUSINESS VALUATION REPORTS ON THE BACKGROUND BUSINESS VALUATION STANDARDS

Summary

The business valuation reports play an important role in ensuring the security of commercial transactions. Therefore it is important that valuation reports represent an appropriate level of quality, and to take into account the current state of knowledge in this field. Existing in some countries, business valuation standards which regulate the key elements of the valuation process can be helpful in this case. The article presents to which extent the selected business valuation reports carried out in Poland in the private market meet

the requirements set by the business valuation standards applicable in other countries.

Keywords: business valuation, business valuation report, business valuation standards.

Translated by Piotr Szymański

PIOTR SZYMAŃSKI
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: piotr.szymanski.ue@gmail.com
<http://www.ue.wroc.pl/>