

W poszukiwaniu uzasadnienia ekonomicznego dla (standardu wartości) *Buy-out price**

Miłosz Kołodziejczyk, Marcin Pęksyk**

Streszczenie: *Cel* – W prezentowanej pracy podjęto próbę opisanie problemu związanego z wyodrębnieniem reguł pozwalających oszacować cenę wykupu udziałów w spółce w kontekście ustępowania wspólnika ze spółki osobowej. Inspirację do podjęcia tematu stanowiły coraz częstsze publikacje zarówno osób zawodowo związanych z obsługą prawną procesów zmian kapitałowych w spółkach, jak i przedstawicieli środowisk akademickich przedstawiających możliwe rozwiązania problemu wyceny na gruncie prawa polskiego.

Metodologia badania – Przy opracowywaniu artykułu dyskusyjnego, jako narzędzie badawcze zastosowano przegląd literatury poświęconej zarówno teoretycznym, jak i praktycznym aspektom wyceny udziałów w spółkach osobowych. Dodatkowo dokonano analizy przydatności rozwiązań stosowanych w USA.

Wynik – „Każda wycena jest jedyna w swoim rodzaju” to fundamentalna zasada, którą w każdym przypadku powinien kierować się specjalista sporządzający wycenę przedsiębiorstwa. Proces określenia ceny odkupu w sytuacji wystąpienia wspólnika spółki osobowej nie jest w tym przypadku żadnym wyjątkiem. Zaprezentowana w niniejszym artykule koncepcja (standardu wartości) *Buy-out price* to wyrosła z realiów rynku amerykańskiego teoria, które wydaje się przystawać także do polskiej specyfiki wyceny udziałów wspólników występujących ze spółek o wysokim udziale *personal goodwill* w całkowitej wartości przedsiębiorstwa. *Oryginalność/wartość* – Praca jako jedna z nielicznych w sposób kompleksowy prezentuje analizę dostępnych narzędzi oraz proponowanych paradygmatów w zakresie szacowania ceny odkupu w sytuacji wystąpienia wspólnika spółki osobowej.

Słowa kluczowe: standardy wyceny, standardy wartości, *Buy-out price*, *personal goodwill*, spółki osobowe

Wprowadzenie

Naturalne procesy intensyfikacji życia gospodarczego w Polsce powodują, że coraz częstszym zjawiskiem w praktyce wyceny przedsiębiorstwa jest konieczność wyznaczania w procesie rozstrzygania sporów pomiędzy rozchodzącymi się wspólnikami tzw. ceny odkupu.

Z perspektywy metodyki wyceny przedsiębiorstwa, jednym z większych wyzwań jest w takich przypadkach określenie przedmiotowej ceny w odniesieniu do udziałowców spółek osobowych. Spółki te wykazują bowiem szereg istotnych odmienności, których pominięcie

* Umieszczenie słów „standard wartości” w nawiasie jest celowym zabiegiem. Wśród specjalistów od wyceny wciąż bowiem ścierają się dwa poglądy. Jedna grupa stoi na stanowisku, że *Buy-out price* stanowi odrębny standard wartości, druga zaś, że jest to jedynie odmiana *Fair Value*, tzw. *Fair Value dla określenia ceny odkupu*. Stanowisko autorów niniejszego artykułu w przedmiotowej kwestii zostało zaprezentowane w dalszej części opracowania.

** mgr Miłosz Kołodziejczyk, Zarzecki Lasota i Wspólnicy Sp. z o.o. z siedzibą w Szczecinie, ul 5 lipca 15, 70-373 Szczecin, e-mail: milosz.kolodziejczyk@zarzecki.pl; dr Marcin Pęksyk, CPVA, FAIA (Acad), Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna w Gdańsku, ul. Lagiewniki 3, 80-847 Gdańsk, e-mail: mpeksyk@yahoo.com.

w procesie wyceny może prowadzić do zaniżenia lub zawyżenia ceny odkupu, a tym samym poszkodowania jednej ze stron sporu. Jedną z takich odmienności jest co do zasady wysoki udział *personal goodwill*¹ wspólników w całkowitej wartości przedsiębiorstwa.

Celem niniejszego opracowania jest ukazanie, jaki standard wartości powinien zostać w takich przypadkach przyjmowany oraz jakie rodzi to konsekwencje w odniesieniu do innych wybranych elementów procesu wyceny przedsiębiorstwa.

Dodatkowo przeanalizowano, jak rekomendowany przez autorów niniejszego artykułu (standard wartości) *Buy-out price* koresponduje z treścią polskich przepisów regulujących ustalanie ceny odkupu w przypadku udziałowców spółek osobowych (to jest art. 65 Kodeksu spółek handlowych (Ustawa... 2000)).

1. Wybrane odmienności spółek osobowych

W praktyce obrotu gospodarczego spółki osobowe odgrywają coraz ważniejszą rolę. Przystają one być jedynie narzędziem prowadzenia działalności gospodarczej w niewielkim zakresie, a coraz częściej wykorzystywane są przez międzynarodowe koncerny².

Podstawowym powodem powyższych procesów jest niewielka formalizacja funkcjonowania tego typu podmiotów, a także korzyści wynikające ze sposobu opodatkowania spółek osobowych. Spółki osobowe nie są podatnikami podatku dochodowego (wyjątek to spółka komandytowo-akcyjna, która jest opodatkowana podatkiem CIT na zasadach właściwych dla spółek kapitałowych)³.

Bardzo istotną cechą spółek osobowych jest ich oparcie na majątku wspólników oraz więzi zachodzącej między tymi wspólnikami, jak również osobiste zaangażowanie właścicieli w działalność spółki.

¹ Rozumianego jako ta część *goodwillu* przedsiębiorstwa, która wynika z osobistego wkładu danego wspólnika w funkcjonowanie podmiotu, stanowi własność (aktywo) tej osoby i związana jest z takimi elementami, jak reputacja rynkowa, specyficzne relacje z interesariuszami przedsiębiorstwa (klienci, dostawcy, ale także pracownicy organizacji), wiedza i doświadczenie branżowe, jak również wszelkie inne unikalne kompetencje zwiększające wartość przedsiębiorstwa (Ingalls, Parris). Przy czym przez *goodwill* rozumie się (...) *intangible asset arising as a result of name, reputation, customer loyalty, location, products, and similar factors not separately identified* (Valuation... 2007: 45).

² Dla przykładu, w formie spółki komandytowej funkcjonuje czołowa sieć sprzedaży detalicznej w Polsce – Lidl (20. największe przedsiębiorstwo w Polsce wg magazynu „Forbes”, z przychodami w 2014 r. szacowanymi na 10 mld zł), www.forbes.pl.

³ Podatnikami podatku dochodowego są natomiast bezpośrednio wspólnicy spółek osobowych. Przychody z udziału w spółce osobowej u każdego wspólnika określa się proporcjonalnie do jego prawa w udziale w zysku. W przypadku braku odmiennego zastrzeżenia przyjmuje się, że prawa do udziału w zyskach spółki są równe dla wszystkich wspólników (patrz: Ustawa... 1991, art. 8 ust. 1). Paleta spółek osobowych dostępnych dla przedsiębiorców jest szeroka – począwszy od spółki cywilnej, poprzez spółkę jawną, partnerską, komandytową, aż po spółkę komandytowo-akcyjną. Zasady tworzenia i funkcjonowania spółki cywilnej regulują przepisy art. 860–875 Kodeksu cywilnego (Ustawa... 1964), natomiast ustroj pozostałych spółek wynika z przepisów Kodeksu spółek handlowych.

W konsekwencji spółki osobowe nie posiadają osobowości prawnej, a wspólnicy zasadniczo odpowiadają solidarnie całym swoim majątkiem za zobowiązania spółki⁴. Jednocześnie udział tych wspólników nie ogranicza się wyłącznie do roli dostawcy kapitału początkowego, obejmując także zaangażowanie w bieżącą działalność operacyjną i strategiczną przedsiębiorstwa. Te, często unikalne, świadczenia wspólników na rzecz spółki powodują, że *personal goodwill* właścicieli może stanowić istotną część całkowitej wartości podmiotu.

Fakt, iż spółki osobowe charakteryzują się bardzo kompleksowymi powiązaniem kapitałowo-osobowymi, nastręcza wiele trudności w przypadku wyceny całej spółki (Tindall, Casalena 2005; Abello 2008), a zwłaszcza w przypadku ustąpienia wspólnika, co powoduje obowiązek wykupu (*buy-out*) jego udziałów (częstkowych) przez spółkę.

Jedno z najważniejszych zagadnień stanowi w tym przypadku wybór właściwego standardu wartości, co szerzej opisano poniżej.

2. *Buy-out price* jako właściwy standard wartości przy określaniu ceny odkupu w spółce osobowej

Określenie poszukiwanej kategorii wartości jest jednym z pierwszych i kluczowych etapów procesu wyceny przedsiębiorstwa⁵. Definiuje ono bowiem strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki, na jakich przedmiotowa transakcja ma zostać zawarta, determinując równocześnie założenia oraz wybór metod i technik wykorzystywanych w kolejnych etapach procesu wyceny.

Zgodnie z Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny Krajowego Standardu Wyceny Specjalistycznego „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw” (dalej: OZWP)⁶ oraz

⁴ Jednocześnie będąc tzw. ułomną osobą prawną, spółka osobowa dysponuje podmiotowością prawną, czyli może we własnym imieniu nabywać prawa, własność nieruchomości i inne prawa rzeczowe, zaciągać zobowiązania, pozywać i być pozywana.

⁵ W standardach wyceny przedsiębiorstw definicja rodzaju poszukiwanej wartości jest określana mianem standardu wartości (*standard of value*) lub podstawy wartości (*basis of value*).

⁶ Nota Interpretacyjna Nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” do Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny została opublikowana pierwszy raz jako zalecana do stosowania w materiałach: „Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki zawodowej” (XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce, 16–18 września 2010 r.) W warunkach polskich jest to jedyny dokument uzgodniony w środowisku zawodowym, który uwzględnia odpowiednie regulacje zawarte w Międzynarodowych Standardach Wyceny (IVS 2007) opracowanych przez Międzynarodowy Komitet Standardów Wyceny (IVSC), w Europejskich Standardach Wyceny (EVS), opracowanych przez Europejską Grupę Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (TEGoVA). Nota została uchwalona przez Radę Krajową PFSRM na posiedzeniu w dniu 11.04.2011 r. i włączona jako Nota Interpretacyjna nr 5 (NI 5) do zbioru Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny (PKZW). Na posiedzeniu w dniu 7.04.2014 r. Rada Krajowa PFSRM dokonała zmiany nazwy dokumentu na Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny KSWO Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw.

m.in. z wykładnią *College of Fellows of the American Society of Appraisers*, jako standard wartości w wycenie przedsiębiorstw może być przyjęta jedna z czterech kategorii⁷:

- godziwa wartość rynkowa (*Fair Market Value*),
- wartość sprawiedliwa/godziwa (*Fair Value*),
- wartość inwestycyjna (*Investment Value*),
- wartość wewnętrzna (*Intrinsic Value*).

Ugruntowane już obecnie rozumienie przytoczonych powyżej standardów wartości wśród specjalistów od wyceny przedsiębiorstw powoduje, że mało celowe wydaje się przywoływanie definicji poszczególnych z nich⁸. Poszukując jednak genezy (przesłanek) stojącej za wykształceniem się poszczególnych standardów wartości, w pierwszej kolejności należy wskazać na dwa czynniki:

- odrębność pewnych uwarunkowań towarzyszących wycenie przedsiębiorstwa powodujących, że stosowanie w ich przypadku „standardowego” podejścia w sposób oczywisty wydaje się niewłaściwe,
- powtarzalność sytuacji, o których mowa w punkcie 1 powyżej, uzasadniająca wykształcenie, a przede wszystkim sformalizowanie (w formie odrębnego standardu wartości) spójnego podejścia metodycznego w odniesieniu do danych uwarunkowań.

Przykładem takich uwarunkowań, które w ostatnim okresie doczekały się pewnego wyodrębnienia, jest wycena przedsiębiorstwa na potrzeby ustalenia ceny odkupu udziałów w podmiotach, które w polskim systemie prawnym określane są mianem spółek osobowych oraz spółek z ograniczoną odpowiedzialnością⁹.

Jak pośrednio wskazuje N.J. Gordon (Fishman i in. 2013: 197 i n.), właściwym standardem wartości nie jest w tym przypadku standardowo rozumiany *Fair Value*, a jego pochodna – (standard wartości) *Buy-out price*. Kluczowe różnice pomiędzy tymi standardami wartości zaprezentowano poniżej w tabeli 1.

Podstawowy sens ekonomiczny standardu wartości *Fair Value* oraz (standardu wartości) *Buy-out price* sprowadza się do zapewnienia ochrony praw majątkowych występującego ze spółki wspólnika. Jak jednak wskazano wcześniej, specyfiką spółek osobowych¹⁰ jest jednak to, że w wielu wypadkach ich właściciele wywierają na tyle istotny wpływ na kluczowe sfery funkcjonowania przedsiębiorstwa, że wyjście któregośkolwiek z nich rodzi poważne ryzyko zaburzenia nie tylko bieżącej działalności podmiotu, ale przede wszystkim pogorszenia perspektyw dla jego przyszłego rozwoju.

⁷ Przy czym OZWP wskazuje, że wyróżnione cztery standardy wartości nie tworzą katalogu zamkniętego, niemniej wykorzystanie innego standardu wartości traktowane jest jako pewien wyjątek wymagający szczegółowego uzasadnienia.

⁸ Można je odnaleźć m.in. w OZWP.

⁹ N.J. Gordon wskazuje na różne charakterystyczne dla anglosaskiego systemu prawnego typu spółek partnerskich (*general partnerships, limited partnerships i limited liability partnerships*) oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (LLC).

¹⁰ A także części przedsiębiorstw funkcjonujących w formie spółek kapitałowych.

Tabela 1Wybrane charakterystyki (standardu wartości) *Buy-out price* na tle standardu wartości *Fair Value*

Dotyczy	<i>Buy-out price</i>	<i>Fair Value</i>
Cel wyceny	Określenie ceny odkupu udziałów w przedsiębiorstwie należących do występującego ze spółki wspólnika w sytuacji określonej w literaturze anglosaskiej jako <i>oppression, dissociation, expulsion</i> (Taylor 2007; Greenwood, Payne 2012) lub <i>retirement</i> (Rosenberg 2005)*.	Szeroki katalog sytuacji, w których parametry transakcji (w tym cena sprzedaży) są lub mogą być określone w toku postępowania sądowego (m.in. przymusowy wykup akcji/ udziałów, przymusowy odkup akcji/udziałów, podział majątku wspólnego w procedurze rozwodowej).
Przedmiot wyceny	Przedsiębiorstwo (udziały w przedsiębiorstwie) o dużym udziale <i>personal goodwill</i> w wartości podmiotu.	Brak szczególnych uwarunkowań.
Strony transakcji	Typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem) oraz posiadający odpowiedni zasób wiedzy na temat przedmiotu wyceny.	Konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem)**.
Dobór metod wyceny	Metoda likwidacyjna oraz (co najmniej jedna) metoda właściwa dla założenia <i>going concern</i> , przy czym cena odkupu określana jest na poziomie wyższej z wartości likwidacyjnej i <i>going concern</i> .	Brak szczególnych uwarunkowań.
Podejście względem dyskont i premii	Co do zasady nie stosuje się dyskonta za brak kontroli/dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych, jednak dozwolone jest stosowanie innych dyskont (Hillman 1995; Fiore, Wilms 2002).	Co do zasady nie stosuje się premii i dyskont poziomu właścicielskiego (Fishman, Pratt, Morrison 2007: 10).
Pozostałe	Przedsiębiorstwo wyceniane jest według stanu na chwilę wystąpienia wspólnika ze spółki, bez uwzględnienia jego <i>personal goodwill</i> w wartości podmiotu.	

* Termin *oppression* należy rozumieć jako szeroko rozumiane działania lub zaniechania większościowego właściciela względem mniejszościowego właściciela pozbawiające tego ostatniego w sposób bezpośredni lub pośredni co najmniej części korzyści ekonomicznych immamentnie związanych z posiadaniem udziałów w przedsiębiorstwie. Termin *dissociation* oznacza z kolei przypadek wystąpienia ze spółki wspólnika z innych przyczyn niż opisane w zdaniu pierwszym. *Expulsion* to sytuacja, w której wspólnicy, którzy są zainteresowani pozostaniem w spółce, inicjują proces wydalenia z niej innego wspólnika. *Retirement* oznacza wyjście wspólnika ze spółki w związku z wejściem w wiek emerytalny i zakończeniem działalności zawodowej.

** Należy przy tym zauważyć, że w przypadku przymusowego odkupu (*Compulsory Share Buy-out*) brak zainteresowania przeprowadzeniem transakcji przez wspólnika/akcjonariusza mniejszościowego należy interpretować szeroko, jednak wyjaśnienie przedmiotowego zagadnienia wykracza daleko poza ramy niniejszego artykułu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fishman, Pratt, Morrison (2013: 197–235), OZWP oraz pozycji wskazanych bezpośrednio w tabeli.

Posługując się obrazowym uproszczeniem, występujący wspólnik „zabiera” bowiem ze spółki immamentnie z sobą związane, względnie łatwe do skapitalizowania i reprezentujące

często dość istotną wartość „aktywo” w postaci osobistego *personal goodwill*. Pozostający zaś z spółce wspólnik (wspólnicy) pozbawiany jest części dotychczasowej wartości przedsiębiorstwa¹¹.

W powyższym kontekście, konfrontując (standard wartości) *Buy-out price* ze standardem wartości *Fair Value* można postawić tezę, że o ile fundamentalnym założeniem każdego z nich jest ustalenie „sprawiedliwych” parametrów transakcji odkupu, to w przypadku pierwszego z tych standardów wartości wyraża się to niejako w dodatkowej ochronie wspólnika pozostającego w spółce¹².

Pierwsze służące temu celowi narzędzie dotyczy określenia stron transakcji (patrz: tab. 1, w. 4), które zbieżne jest ze stronami transakcji w standardzie wartości *Fair Market Value*. Ten pozornie mało istotny element wyceny w rzeczywistości niesie za sobą daleko idące konsekwencje. W przypadku bowiem, gdyby pozostający w spółce wspólnik był w stanie uzyskiwać ponadstandardowe korzyści ekonomiczne (synergie) z racji posiadania udziałów w spółce, ustalając cenę odkupu w standardzie *Fair Value* (wartości sprawiedliwej), proporcjonalnie zwiększyłyby one cenę odkupu¹³. Zgodnie zaś z teorią wyceny przedsiębiorstwa, przypisany (standardowi wartości) *Buy-out price* „typowy hipotetyczny nabywca” udziałów w przedsiębiorstwie pozbawiony jest przedmiotowych atrybutów¹⁴.

Drugim narzędziem służącym ochronie praw majątkowych wspólnika pozostającego w spółce w (standardzie wartości) *Buy-out price* jest wskazanie, że wycena przedsiębiorstwa powinna być sporządzona przy uwzględnieniu stanu majątkowego podmiotu na dzień wystąpienia wspólnika ze spółki, jednak przy założeniu braku tego wspólnika. Oznacza to, że w wartości spółki nie należy uwzględniać *personal goodwill* występującego wspólnika¹⁵.

Teoretycznie przedmiotowa regulacja wydaje się zbędna. Ujmowanie w wycenie przedsiębiorstwa aktywów niebędących pod kontrolą danego podmiotu (a tak właśnie jest w przypadku *personal goodwill* występującego wspólnika) nie jest bowiem dopuszczalne w żadnym z istniejących standardów wartości. Zastrzeżenie to w pełni jednak odzwierciedla podstawowy cel tworzenia standardów wartości, a szerzej standardów wyceny. Niezależnie

¹¹ Nie dotyczy to sytuacji, w której mechanizm rozliczenia się wspólników umożliwił zatrzymanie w spółce całego *personal goodwill* występującego wspólnika. W praktyce jednak nie jest to nigdy w 100% możliwe.

¹² Oczywiście poprawnie sporządzone oszacowanie ceny odkupu w standardzie *Fair Value* co do zasady nie powinno dawać odmiennych wyników od oszacowania ceny odkupu w (standardzie wartości) *Buy-out price*, jednak wymaga to wysokich umiejętności od osoby sporządzającej wyceny. Należy bowiem precyzyjnie uzasadnić wszystkie odstępstwa od wąsko rozumianego standardu wartości *Fair Value* (dotyczy to np. podejścia względem premii i dyskont).

¹³ W pewnych sytuacjach standard wartości *Fair Value* jest bowiem pod pewnymi względami zbliżony do standardu wartości *Investment Value*.

¹⁴ Odwołując się *per analogia* do stanowiska S.P. Pratta odnośnie uwzględniania synergii w przypadku typowych hipotetycznych nabywców w standardzie wartości *Fair Market Value* (Pratt 2001: 142 za: Fishman 2007: 48), nie można jednak odrzucić tezy, że w szczególnych przypadkach, w których można zidentyfikować grupę potencjalnych nabywców rzeczywiście zainteresowanych nabyciem wycenianych udziałów, dopuszczalne jest uwzględnienie (uśrednionej) synergii tych podmiotów.

¹⁵ Oczywiście nie dotyczy to sytuacji, w których mechanizm rozliczenia się wspólników umożliwił zatrzymanie w przedsiębiorstwie całego *personal goodwill* występującego wspólnika

bowiem od wszystkich potencjalnych odmienności charakteryzujących każdą indywidualną wycenę, jej „szkielet metodyczny” jest względnie stały, i zadaniem standardu wartości (standardu wyceny) jest umożliwienie niezależnej weryfikacji stopnia przestrzegania tych podstawowych reguł. Zważywszy na potencjalną doniosłość *personal goodwill* na wynik wyceny, wyraźne wykluczenie tego elementu z szacowanej ceny odkupu rozwiewa jakiegokolwiek wątpliwości w przedmiotowym zakresie i umożliwia każdemu odbiorcy wyceny szybko i jednoznacznie ocenę jej poprawności¹⁶.

Trzecim i ostatnim narzędziem zabezpieczającym ustalenie „sprawiedliwej” ceny odkupu jest precyzyjne wskazanie, które dyskonta nie są, a które są dopuszczalne w procesie określania ceny odkupu udziałów w spółkach osobowych i spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Jak wskazano w wierszu 6 tabeli 1, (standard wartości) *Buy-out price* wyklucza stosowanie dyskonta z tytułu braku kontroli/dyskonta z tytułu pakietu mniejszościowego, dopuszczając przy tym stosowanie innych dyskont.

O ile pominięcie elementu braku kontroli w procesie ustalania ceny odkupu nie powinno budzić większych kontrowersji¹⁷, gdyż występującym ze spółki współnikiem w niemal każdym przypadku jest udziałowiec mniejszościowy¹⁸, o tyle dopuszczenie do korygowania *pro rata* oszacowanej wartości ceny odkupu w celu odzwierciedlenia np. ograniczeń w płynności wycenianych udziałów, jednoznacznie przerywa wszelkie spory metodyków wyceny, które np. towarzyszą dopuszczalnym podejściom względem dyskont i premii w przypadku standardu wartości *Fair Value*.

Wskazanie uzasadnienia ekonomicznego dla tych dyskont (innych niż dyskonta za brak kontroli/dyskonta z tytułu udziału mniejszościowego) w kontekście standardu wartości *Fair Value* jest jednak jednym z trudniejszych elementów (standardu wartości) *Buy-out price*. Trudno bowiem wskazać na silne przesłanki ekonomiczne, które powodowałyby, że w przypadku określania ceny odkupu akcjonariusza spółki kapitałowej uwzględnianie np. ograniczeń w płynności należałoby traktować jako pewne odstępstwo od reguły, zaś z przypadku określania ceny odkupu udziałowca spółki osobowej jest to element normalnej procedury wyceny.

Na marginesie niniejszego wywodu należy zauważyć, że kryterium prawnej formy organizacyjnej przedsiębiorstwa jako podstawowej przesłanki do stosowania lub niestosowania (standardu wartości) *Buy-out price*, choć bardzo intuicyjne, nie wydaje się najwłaściwszym podejściem. W praktyce wysoki udział *personal goodwill* w wartości przedsiębiorstwa

¹⁶ Zbliżone cele najprawdopodobniej przyświecały także w przypadku określania dopuszczalnych metod wyceny, choć na wskazanie metody opierającej się na założeniu *going concern* nie bez wpływu pozostawała zapewne także specyfika regulacji prawnych w poszczególnych stanach w USA.

¹⁷ Dotyczy to tzw. „wartości bazowej” przedsiębiorstwa, czyli bez uwzględnienia dyskont i premii, w tym ewentualnych premii za kontrolę czy też dyskonta za brak kontroli.

¹⁸ W takim zaś przypadku dyskonta za brak kontroli/dyskonta z tytułu pakietu mniejszościowego powodowałyby, że instytucja ustalania ceny odkupu mogłaby premiować większościowego udziałowca, a tym samym pośrednio „zachęcać go” do usunięcia mniejszościowego współnika ze spółki, co w sposób oczywisty wypaczałoby sens ekonomiczny i prawny przedmiotowej procedury (w pewnym uproszczeniu mogłoby to bowiem służyć jako narzędzie do wyłączenia udziałowca mniejszościowego z udziałów w spółce).

może bowiem wystąpić nie tylko w przypadku spółek osobowych, ale także w przypadku spółek kapitałowych. *A contrario*, nawet w przypadku spółek osobowych udział *personal goodwill* w całkowitej wartości przedsiębiorstwa może być nieistotny. Oznacza to, że teoretycznie w każdym przypadku szacowania wartości przedsiębiorstwa w celu określenia ceny odkupu, przed wybraniem jednego z dwóch dopuszczalnych standardów wartości (to jest *Fair Value* albo *Buy-out price*), należałoby przeprowadzić swoisty test ekonomiczny, który dałby odpowiedź na pytanie, czy w danym przypadku *personal goodwill* wspólników stanowi istotną część wartości przedsiębiorstwa i w przypadku pozytywnej odpowiedzi na tak postawione pytanie przyjęcie (standardu wartości) *Buy-out price*. Aby uniknąć oczywistej rekurencji (jak bowiem określić udział *personal goodwill* w wartości przedsiębiorstwa bez znajomości drugiej z tych zmiennych?), analiza taka musiałaby mieć raczej charakter jakościowy lub ilościowo-jakościowy i w swej istocie w znacznym stopniu bazowałaby na procedurze identyfikacji zasadności stosowania dyskonta z tytułu kluczowej osoby¹⁹.

3. (Standard wartości) *Buy-out price* w kontekście wybranych regulacji Kodeksu spółek handlowych

Zasady rozliczenia udziału kapitałowego wspólnika występującego ze spółek osobowych w Polsce określa artykuł 65 § 1–4 Kodeksu spółek handlowych. Rozliczenie to odbywa się w drodze ustalenia wartości udziału kapitałowego ustępującego wspólnika na podstawie osobnego bilansu (Strzępka 2013), uwzględniającego wartość zbywczą majątku spółki. Z treści komentarzy do artykułu 65 § 1–4 Kodeksu spółek handlowych wyłowić można wskazówki dotyczące sporządzenia wspomnianego bilansu. Pojawia się twierdzenie, iż przez wartość zbywczą majątku spółki można rozumieć wartość jej majątku w obrocie prawnym i gospodarczym, a bardziej precyzyjnie – „wartość, jaką można uzyskać za spółkę” (Jara 2014).

Na pierwszy rzut oka wskazówka wydaje się być nad wyraz precyzyjna, jednakże po głębszej analizie zauważyć można kilka wyzwań, jakie czekają potencjalnego wyceniającego. Przede wszystkim, w myśl OZWP czym innym jest oszacowanie wartości spółki jako zbioru aktywów przeznaczonych do wolnej sprzedaży (OZWP 6.2.2 i 6.2.3) bez założenia kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, a czym innym oszacowanie wartości, jaką można uzyskać za spółkę przy założeniu kontynuacji działalności z wykorzystaniem powiązania operacyjnego i ekonomicznego wspomnianych elementów jej majątku (OZWP 6.2.1). Przy kolejnym doprecyzowaniu stanowiącym, iż wartość zbywcza majątku spółki powinna uwzględniać wszystkie składniki materialne i niematerialne, których wartość (różna od zera) uda się zidentyfikować, ostatecznie oczekuje się oszacowania wartości rynkowej

¹⁹ Utrata przez spółkę *personal goodwill* w związku z odejściem wspólnika jest bowiem niczym innym, jak zmaterializowaniem się ryzyka kluczowej osoby.

poszczególnych praw wchodzących w skład majątku spółki, jak również elementów aktywów niematerialnych, takich jak relacje z klientami, lokalizację oraz *goodwill* (Jara 2014).

Uwzględnienie *goodwillu* w szacowaniu wartości zbywczej majątku spółki sugerowałoby zastosowanie metody dochodowej oraz majątkowej w celu jego identyfikacji i oszacowania tegoż *goodwillu*²⁰.

Domaganie się jednak uwzględnienia *goodwillu* szacowanego dla całej spółki przy założeniu kontynuacji działalności budzi kontrowersje w świetle identyfikacji dwóch rodzajów *goodwillu* w sytuacjach tak specyficznych, jak spółki osobowe, które opierają swoje działanie na więzi zachodzącej między ich wspólnikami i ich osobistym zaangażowaniu w działalność spółki. W przypadku występowania wspólnika z małych spółek kapitałowych, spółek partnerskich czy wyspecjalizowanych spółek usług profesjonalnych²¹, często dokonuje się podziału *goodwillu* na część generowaną przez wewnętrznie wypracowane, a dotąd niezidentyfikowane aktywa niematerialne, kwalifikacje personelu (oprócz partnerów), lokalizację (Bowles, Bosworth 2010), rozpoznawalność (*entity goodwill*) oraz część wytworzoną przez wspólników/partnerów dzięki ich osobistemu zaangażowaniu w kreację wartości przedsiębiorstwa czy też ich osobistą reputację (*personal goodwill*) (Van Amburgh 2007).

O ile proces identyfikacji i wyceny elementów *entity goodwill* jest zbliżony do procedury stosowanej przy MSSF 3 (patrz: przypis 20), o tyle identyfikacja i szacowanie *personal goodwill* – co sygnalizuje wielu autorów (Van Amburgh 2007; Alerding, Collins 2012: 16, 61–64) – stanowi żmudny i skomplikowany proces.

W komentarzach do wartości sprawiedliwej (*Fair Value*, OZWP 7.3.2) podkreśla się, że do ustalenia wartości odkupu można wycenić przedsiębiorstwo na dzień przed decyzją o wystąpieniu, pod warunkiem, że nie powoduje to pokrzywdzenia jednej ze stron (Fishman,

²⁰ *Goodwill* „materializuje się” głównie w kontekście nabycia przedsiębiorstw lub hipotetycznej sprzedaży (dotyczy to głównie szacowania wartości akcji i działalności gospodarczych, udziałów lub akcji w przypadku rozwodów, wymuszonych wykupów lub odsprzedawania udziałów w spółkach partnerskich, gdzie osoby wspólników mają osobisty wpływ na wartość firmy. W takich przypadkach następuje wyznaczanie wartości *entity goodwill* oraz *personal goodwill*). Wielkość *goodwillu* równa się różnicy pomiędzy ceną zakupu przedsiębiorstwa a wartością godziwą jego aktywów netto. Na cenę nabycia nie składa się tylko wartość godziwa majątku, ale także efekty synergii możliwe do osiągnięcia przez kupującego (Shaked 2008). Często wpływ mają także istotne przesłanki strategiczne, których wartość godziwa aktywów nie jest w stanie odzwierciedlić (Vulpiani 2008). Wspomniana cena nabycia jest alokowana na wartości godziwe majątku oraz zidentyfikowane aktywa niematerialne (*Identified Intangible Assets*, dalej: *IIA*) dotąd jeszcze nie zidentyfikowane i nie wykazane w bilansie (w procesie identyfikacji aktywów niematerialnych stosuje się kryteria identyfikacji zgodne z MSSF 3 wyłaniając: aktywa niematerialne związane z technologią, aktywa niematerialne związane z zawartymi umowami, aktywa niematerialne związane z klientami, aktywa niematerialne związane z marketingiem, aktywa niematerialne związane z dziełami sztuki i twórczości). Proces ten składa się z kilku etapów i w jego wyniku następuje pełne rozpoznanie i alokowanie ceny nabycia na aktywa materialne, niematerialne i *residual goodwill* (Panfil 2012). Autorzy najczęściej cytowanego przez społeczność praktyków wyceny podręcznika do alokacji ceny nabycia podkreślają, że proces ten w pełni odzwierciedla wartość nabywanej wraz z przedsiębiorstwem technologii, pozycji w sektorze, dojrzałość rynkową, reputację oraz plan strategiczny jego rozwoju (Mard, Hitchner, Hyden 2007: 206).

²¹ Obecnie, wśród praktyków wyceny panuje pogląd, że *personal goodwill* występuje nie tylko w wymienionych przypadkach, ale wszędzie tam, gdzie osoba ma znaczący wpływ na działalność i efektywność przedsiębiorstwa, zob. Alerding, Collins (2012: 6).

Pratt, Morrison 2007: 92, 122, 123). W omawianym przypadku dzień wyceny wyznaczony na dzień przed wystąpieniem wspólnika determinowałby wycenę spółki zawierającą *personal goodwill* tegoż wspólnika. Gdyby wspólnik żądał wykupienia jego udziałów według tak oszacowanej wartości, musiałby zapewnić zbycie/przejsięcie jego *personal goodwill* na spółkę. Zarówno we wczesnych pracach Arnolda (1982) i Leunga (1983), jak i w bardziej aktualnych opracowaniach (Fowler 1992; Gruidl 2009; Sack Elmaleh 2010), znajdujemy do- głębną analizę wyzwań związanych z udowodnieniem, czy też sensownym uzasadnieniem, realności wykonalności przeniesienia *personal goodwill*.

Wydaje się więc słuszne twierdzenie, iż w przypadku wystąpienia wspólnika ze spółki, tenże wspólnik miałby wielkie trudności z identyfikacją, a następnie wyceną i przeniesieniem zarówno *entity goodwill*, jak i *personal goodwill* na spółkę, nawet jeśli takowe tworzył biorąc czynny udział w zarządzaniu spółką i zarządzaniu jej wartością. Jeśli *personal goodwill* miałyby być ujęte w kwocie spłaty ustępującego wspólnika, to jej „przejsięcie” musiałoby być zabezpieczone, np. umowami *earn out* (Sack Elmaleh 2010), zakazem konkurencji itp. Chociaż liczni autorzy podkreślają, że po ostatnim kryzysie umowy o zakazie konkurencji nie są rozpoznawane jako czynniki umożliwiające transfer *personal goodwill* (Gruidl 2009).

Być może te właśnie komplikacje i sprzeczności skłoniły innych autorów komentarzy do Kodeksu spółek handlowych (Bieniak i in. 2014) do przyjęcia zgoła odmiennego stanowiska. Uważają oni, że wartość zbywczą majątku spółki powinno się określać przy założeniu jej likwidacji na zasadach ogólnych (art. 58 pkt 4 i 5 Kodeksu spółek handlowych). Tu jednak osoby odpowiedzialne za oszacowanie wartości zbywczej majątku spółki napotkałyby wiele trudności związanych z wyceną wartości niematerialnych (Pęksyk 2013). Autorzy (Bieniak i in. 2014), nie będąc do końca przekonani co do słuszności swojego założenia likwidacji działalności w sytuacji nieprzymusowej (OZWP 6.2.2), przywołują kolejnego komentatora Kodeksu spółek handlowych. Wprowadza on (Szumański 2012) koncepcję oszacowania wartości zbywczej majątku spółki za pomocą metody skorygowanych aktywów netto (*Adjusted Net Assets Value*, dalej: ANAV). Zastosowanie przedmiotowej metody wyceny implikuje przyjęcie założenia o kontynuacji działalności, a więc uwzględnianiu udziału ustępującego wspólnika w zarządzaniu spółką, co jest kolejną sprzecznością eliminującą to rozwiązanie (chyba że wyznaczoną wartość skoryguje się w dół o wartość odrębnie oszacowanego *personal goodwill* tego wspólnika).

Niejako obok sporów dotyczących zasadności użycia metody likwidacyjnej oraz metody ANAV do wyznaczania ceny odkupu na podstawie art. 65 Kodeksu spółek handlowych, warto zauważyć, że określone w przedmiotowym artykule warunki formalne dotyczące dopuszczalnej metody wyceny spełniają także inne (niemajątkowe) metody wyceny. Jednym z przykładów takiego rozwiązania jest metoda dochodu rezydualnego (*Residual Income Method*).

Trudno jednak zaprzeczyć, że ewentualne zastosowanie tych niemajątkowych metod wyceny w niewielkim tylko stopniu (jeśli w ogóle) ułatwiłoby proces „oczyszczania”

wartości przedsiębiorstwa z *personal goodwill* odchodzącego wspólnika. Prawdopodobnie jednak uzyskany przedmiotową metodą szacunek wartości lepiej odzwierciedlałby rzeczywistość „podział wartości” przedsiębiorstwa pomiędzy rozchodzących się wspólników, gdyż zmniejszony byłby wpływ co najmniej części z ograniczeń wynikających ze stosowania metod majątkowych.

Uwagi końcowe

„Każda wycena jest jedyna w swoim rodzaju”²² – tymi niezwykle syntetycznymi, ale i trafnymi słowami Fishman, Pratt i Morisson wyrazili fundamentalną zasadę, którą w każdym przypadku powinien kierować się specjalista sporządzający wycenę przedsiębiorstwa (Fishman, Pratt, Morrison 2007: 3).

Proces określenia ceny odkupu w sytuacji wystąpienia wspólnika spółki osobowej nie jest w tym przypadku żadnym wyjątkiem. Zaprezentowana w niniejszym artykule koncepcja (standardu wartości) *Buy-out price* to wyrosła z realiów rynku amerykańskiego teoria, która wydaje się przystawać także do polskiej specyfiki wyceny udziałów wspólników występujących ze spółek o wysokim udziale *personal goodwill* w całkowitej wartości przedsiębiorstwa.

Nie oznacza to jednak zwolnienia wyceniających od obowiązku każdorazowej szczegółowej weryfikacji indywidualnej sytuacji, w jakiej znajduje się zarówno występujący ze spółki wspólnik, jak i wspólnik pozostający w tej spółce, a tym bardziej od „merytorycznego kontestowania” istniejącej metodyki wyceny. Jednym bowiem z głównych źródeł ciągłego, dynamicznego rozwoju przedmiotowej metodyki jest częstokroć nieprzystawanie rzeczywistych sytuacji, z jakimi na co dzień zmagają się eksperci i sędziowie uczestniczący w procesie rozstrzygnięcia sporów do utartych, opisanych w książkach teorii i hipotez.

W powyższym kontekście to, czy (standard wartości) *Buy-out price* uznamy za odrębny standard wartości czy też za jedną z form standardu wartości *Fair Value* (tzw. *Fair Value dla określenia ceny odkupu*), ma znaczenie czysto praktyczne. Niemniej, w opinii autorów niniejszego artykułu, brak jest wyraźnych przesłanek uzasadniających tworzenie dodatkowych podziałów do już istniejącej systematyki w przedmiotowym zakresie.

Literatura

- Abello K.S. (2008), *The Nuances of S Corporation ESOPs*, proceedings from 2002 National Conference, The Institute of Business Appraisers.
- Alerding R.J., Collins S.P. (2012), *Personal vs. Entity Goodwill*, A Business Valuation Resources Webinar, June 7, s. 6.
- Anonymous (2007), *Partnership Agreements*, „Partner’s Report” vol. 7, no. 9, September, s. 2.
- Arnold R. (1982), *Valuation Of Non-Marketable Goodwill for California Community Property Law Purpose*, „Business Valuation Review” vol. 1, no. 3, s. 5–8.

²² W oryginale: *Every appraisal is unique.*

- Bieniak J., Bieniak M., Nita-Jagielski G., Oplustil K., Pabis R., Rachwał A., Spyra M., Sulinski G., Tofel M., Zawłocki R. (2014), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, komentarz do artykułu 65 § 1–4 KSH, dostęp przez portal Legalis (7.03.2015).
- Bowles T.J., Bosworth R. (2010), *An Empirical Basis for Allocating Enterprise and Personal Goodwill*, „Business Valuation Review” vol. 29, no. 1, s 4–11.
- Fiore O.G., Wilms E.M. (2002), *Pass-Through Entities and Valuation Discounts*, „Trusts & Estates” vol. 114, no. 5, s. 8,10,52.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J. (2007), *Standards of Value. Theory and Applications*, Wiley.
- Fowler B.A. (1992), *Valuing the Law Practice: Goodwill and the Withdrawing Partner*, „Business Valuation Review” vol. 11, no. 4, s. 195–200.
- Greenwood C., Payne F. (2012), *Partnerships and LLPs: Expulsion*, „Lewis Silkin Brief”, February.
- Gruidl N. (2009), *Personal Goodwill: Alive and Well?*, „The Tax Adviser”, April.
- Hillman R.W. (1995), *RUPA and Former Partners: Cutting the Gordian Knot With Continuing*, „Law and Contemporary Problems” vol. 58, no. 2, s. 7–28.
- Ingalls W.S., Parris L.M., *An Overview of Personal Goodwill*, Mercer Capital, <http://mercercapital.com/article/an-overview-of-personal-goodwill> (9.03.2015).
- Jara Z. (2014), *Kodeks spółek handlowych, komentarz do artykułu 65 § 1–4 KSH*, dostęp przez portal Legalis (07.03.2015).
- Leung T.S. (1983), *Valuation of Professional Goodwill*, „Business Valuation Review” vol. 2, no. 2, s. 11–18.
- Mard M.J., Hitchner J.R., Hyden S.D. (2007), *Valuation for Financial Reporting. Fair Value Measurements and Reporting, Intangible Assets, Goodwill and Impairment*, Wiley.
- Panfil M. (2012), *Wycena aktywów niematerialnych dla potrzeb alokacji ceny nabycia według MSSF 3*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 690, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 51, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 727–742.
- Pęksyk M. (2013), *Wyzwania szacowania wartości znaku firmowego w warunkach upadłości i postępowania naprawczego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 761, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 60, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 653–663.
- Pratt S.P. (2001), *The Market Approach to Valuing Businesses*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 142.
- Rosenberg M. (2005), *How much should the buyout be to a retiring partner*, „Accounting Today”, September 5–25, s. 6, 7, 9.
- Sack Elmaleh M. (2010), *The Persistence of Rules of Thumb*, „Business Valuation Review” vol. 29, no. 2, s. 65–69.
- Shaked I. (2008), *Company Goodwill: How Good Is Goodwill?*, „American Bankruptcy Institute Journal”, April, s. 41, 42.
- Strzępka J.A. (2013), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, komentarz do artykułu 65 KSH, dostęp przez portal Legalis (7.03.2015).
- Szumański A. (2012), *Spór o metodę wyceny w prawie spółek handlowych na przykładzie art. 65 § 1 KSH*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 5, s. 4–10.
- Taylor J.M. (2007), *Professional Partner Expulsion*, „Business Entities” vol. 9, no. 3, s. 6–17,64.
- Thorne-Thomsen T., Truskowski J.B. (1994), *The Importance of Partnership Agreements*, „Journal of Accountancy” vol. 177, no. 1.
- Tindall L.J., Casalena J.L. (2005), *Pass-Through Entities*, w: *Guide to Fair Value under IFRS*, red. J.P. Catty, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 379–389.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (DzU, nr 16, poz. 93 z późn. zm).
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (DzU, nr 80, poz. 350 z późn. zm).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm).
- Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset* (2007), AICPA Consulting Services Executive Committee, s. 45.
- Van Amburgh M.B. (2007), *A Methodology for Allocating Enterprise and Personal Goodwill*, „Business Valuation Review” vol. 26, no. 2, s 58–63.
- www.forbes.pl/100-najwiekszych-firm-w-polsce-2014,ranking,175066,1,2.html (9.03.2015).

IN SEARCH OF THE ECONOMIC JUSTIFICATION OF THE BUY-OUT PRICE (STANDARD OF VALUE)

Abstract: *Purpose* – The following paper addresses the fundamental challenge of how to choose the best practice rules for calculation of the Buy-out price of the dissociating partner in S-Corporation. It seems to be quite important as more and more textbooks and research papers both domestic and foreign investigate the problem

Design/methodology/approach – This is a research paper built around literature review. The main aim is to collect and analyse models and less structured solutions that could be most appropriate for the purpose of valuation of the dissociating partner's shares in S Corporations.

Findings – „Every appraisal is unique” – this fundamental rule should guide every valuation analyst in her/his quest for reliable results. Searching for Buy-out price for the dissociating partner is no exception to the aforementioned rule. All findings are substantiated in the thorough review of the available textbooks and research papers investigating applicability of the most common techniques to the solution of the stated problem. As it seems to the authors, the US best practices in solving Buy-out price puzzle might be transferable to the Polish set of rules upon thorough consideration of all options.

Originality/value – This paper offers unique and comprehensive analysis of the historical and current research on best practice rules for calculation of the Buy-out price of the dissociating partner in S-Corporation in the context of Polish law.

Keywords: valuation standards, standards of value, Buy-out price, personal goodwill, S-Corporations

Cytowanie

Kołodziejczyk M., Pęksyk M. (2015), *W poszukiwaniu uzasadnienia ekonomicznego dla (standardu wartości) Buy-out price*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 281–293; www.wneiz.pl/frfu.

