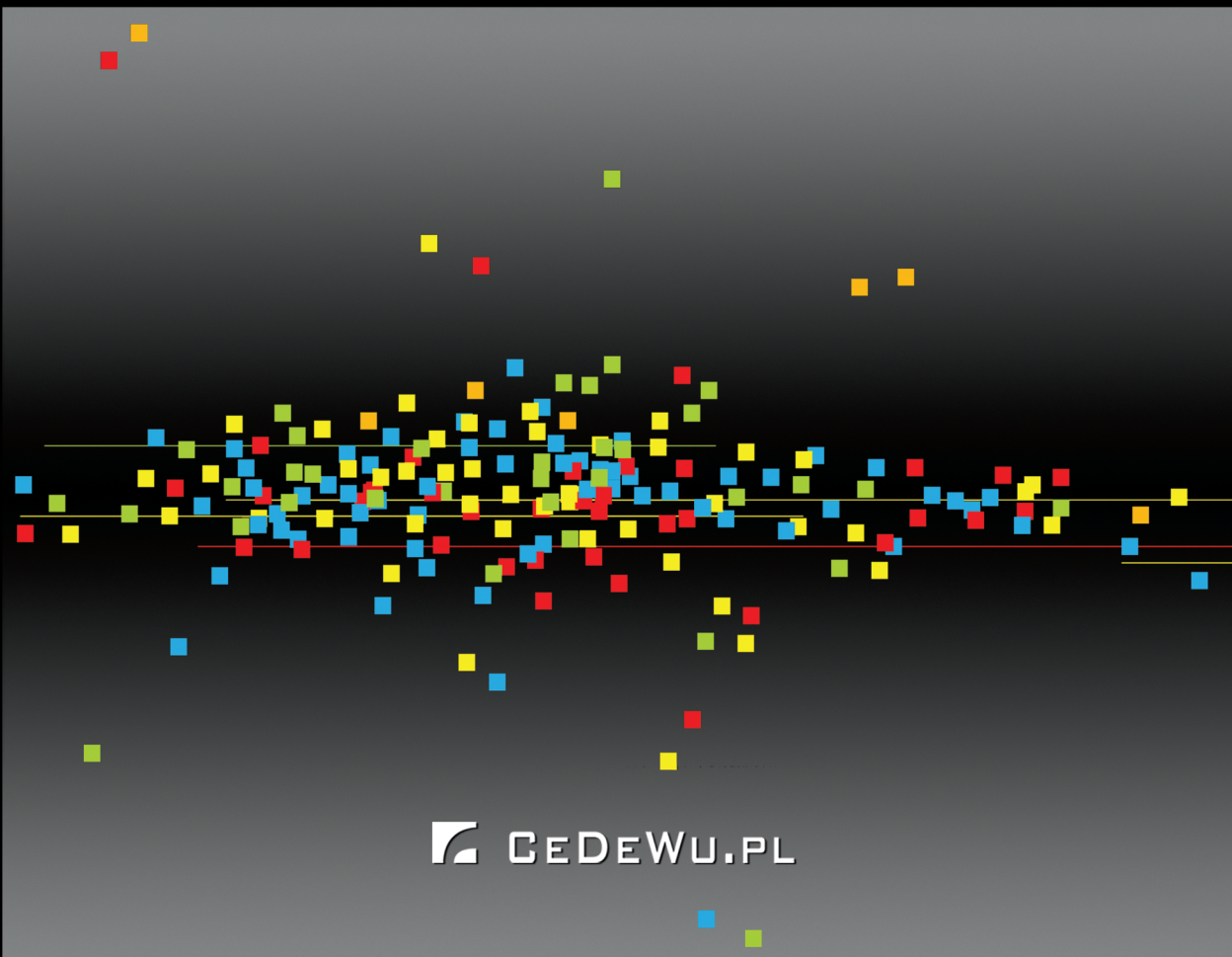
DYLEMATY SZACOWANIA PREMII Z TYTUŁU KONTROLI

w wycenie przedsiębiorstw

Katarzyna Byrka-Kita



CeDeWu.pl

DYLEMATY SZACOWANIA PREMII Z TYTUŁU KONTROLI
w wycenie przedsiębiorstw

Katarzyna Byrka-Kita

CeDeWu.pl

Recenzenci: prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska
dr hab. Tadeusz Dudycz prof. Politechniki Wrocławskiej

Wydanie publikacji dofinansowane przez Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autorka dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Zdjęcie (grafika) udostępniona dzięki:
#5272337 – Digital Binary Code Technology © khwi – Fotolia.com

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Opracowanie redakcyjne i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I, Warszawa 2013

ISBN 978-83-7556-542-3
EAN 9788375565423

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2020

ISBN 978-83-7941-302-7

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.
00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49
e-mail: cedewu@cedewu.pl
Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Księgarnia Ekonomiczna
00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47
Tel.: (4822) 396 15 00...01

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa
cedewu.pl

Made in Poland

Spis treści

Wstęp **5**

Rozdział 1
Teoretyczne podstawy zastosowań premii i dyskonta w wycenie **13**
1.1. Typologia premii i dyskonta w wycenie 13
1.2. Podstawowe definicje oraz standardy wartości w wycenie 23
1.3. Cele wyceny 34

Rozdział 2
Przesłanki i znaczenie koncepcji premii z tytułu kontroli **41**
2.1. Przegląd definicji premii z tytułu kontroli 41
2.2. Istota i źródła korzyści z tytułu kontroli 53
2.3. Czynniki wpływające na korzyści z tytułu kontroli 63
2.4. Praktyka szacowania wartości udziałów mniejszościowych i kontrolnych w warunkach polskich – wyniki badań ankietowych 89
2.4.1. Procedura doboru respondentów i charakterystyka próby badawczej 89
2.4.2. Wyniki badań 91

Rozdział 3
Klasyfikacja i krytyka metod szacowania premii z tytułu kontroli **103**
3.1. Mierzenie premii z tytułu kontroli na podstawie rozbieżności pomiędzy cenami rynkowymi akcji różniących się pod względem prawa do głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy 105
3.2. Mierzenie premii z tytułu kontroli na podstawie cen akcji notowanych na rynku publicznym przed ogłoszeniem wezwania do sprzedaży i cen, które w rezultacie transakcji płaci podmiot przejmujący pakiet kontrolny 111
3.3. Mierzenie premii z tytułu kontroli na podstawie różnicy między ceną płaconą za blok akcji a ceną rynkową tej samej akcji po ogłoszeniu transakcji 117

Rozdział 4
Premia z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym w okresie 1995–2009.....137
4.1. Cel i metodologia badania.....137
4.2. Źródła i procedura selekcji danych.....141
4.2.1. Wezwania.....142
4.2.2. Transakcje blokowe.....145
4.2.3. Transakcje blokowe z transferem kontroli.....146
4.3. Charakterystyka próby badawczej.....148
4.3.1. Wezwania.....153
4.3.2. Transakcje blokowe.....155
4.3.3. Transakcje blokowe z transferem kontroli.....156
4.4. Oszacowanie wartości premii z tytułu kontroli – wyniki.....158
4.4.1. Wezwania.....171
4.4.2. Transakcje blokowe.....178
4.4.3. Transakcje blokowe z transferem kontroli.....183
4.5. Czynniki wpływające na korzyści prywatne z tytułu kontroli w Polsce.....189
4.5.1. Definicja i procedura doboru zmiennych objaśniających.....189
4.5.2. Wybór zmiennej zależnej.....192
4.5.3. Wyniki analizy regresji.....195
4.6. Weryfikacja pomocniczych hipotez badawczych.....202
4.7. Porównanie wyników badań z wynikami uzyskanymi w innych badaniach.....213

Rozdział 5
Uwarunkowania wyceny udziałów kontrolnych (lub mniejszościowych).....227
5.1. Metody wyceny a uwzględnianie premii i dyskonta.....227
5.2. Rekomendacje zastosowania premii (dyskonta) z tytułu kontroli w wycenie przedsiębiorstw w warunkach polskich – uwarunkowania i postulaty.....243

Wnioski i uwagi końcowe.....257
Załączniki.....263
Bibliografia.....275
Summary.....289
Spis tabel, rysunków i wykresów.....293

Wstęp

Potrzeba sporządzania wyceny przedsiębiorstw pojawiła się w Polsce we wrześniu 1989 roku wraz z radykalnymi zmianami związanymi z przejściem od systemu gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej i perspektywą prywatyzacji 8453 przedsiębiorstw państwowych[1]. Podstawę prawną zmian własnościowych oraz sposobu postępowania stanowiły dwa akty prawne – ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych[2] oraz ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji[3]. Niezależnie od przyjętej metody prywatyzacji wszystkie przejmowane przedsiębiorstwa podlegały wycenie.

Obecnie w rękach prywatnych znajduje się już większość ówczesnego majątku Skarbu Państwa, mimo to zapotrzebowanie na wiedzę z zakresu wyceny przedsiębiorstw jest nadal duże. Znajomość wartości spółki lub pakietu jej akcji/udziałów jest niezbędna w wielu sytuacjach rynkowych – wówczas, gdy rozstrzygane są spory pomiędzy akcjonariuszami, przygotowywane sprawozdania finansowe czy dokumentacja dla celów podatkowych, a także wtedy, gdy zarządy firm podejmują strategiczne decyzje dotyczące rozwoju spółki, jak przejęcie czy połączenie z innym podmiotem, wniesienie przedsiębiorstwa aportem do innej spółki, reorganizacja wewnątrz grupy kapitałowej itp.

W gospodarce przemysłowej podstawową determinantą tworzenia wartości były fizyczne aktywa, dostęp do nich decydował o produkcji i sprzedaży dóbr. Obecnie poziom zaangażowania finansowego w aktywa trwałe zmniejsza się – outsourcing pozwala je przesuwać poza obręb (i bilans) przedsiębiorstwa[4]. Zmiana modelu funkcjonowania przedsiębiorstwa spowodowała konieczność poszukiwania nowych technik wyceny[5]. W konsekwencji nastąpił rozwój metod wyceny przedsiębiorstw – od koncepcji majątkowych, zgodnie z którymi wartość przedsiębiorstwa sprowadza się do wartości przynależnego do niego majątku, przez metody porównawcze i modele wyceny oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych i ekonomicznej wartości dodanej, do stosowania tak zwanych opcji realnych, w szczególności w przypadku

---

1 Dane pochodzą ze strony Ministerstwa Skarbu Państwa (Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych stan na dzień 31 grudnia 2011 roku, http://prywatyzacja.msp.gov.pl, data publikacji: 16.03.2012). W okresie od sierpnia 1990 r. do końca grudnia 2011 r. przekształceniami własnościowymi objęto 5992 podmioty, podczas gdy liczba istniejących w grudniu 2011 r. przedsiębiorstw państwowych wyniosła 82.

2 Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, Dz.U. 1990, nr 51, poz. 298 z późn. zm.

3 Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji, Dz.U. 1996, nr 118, poz. 561 z późn. zm., zmieniona Ustawą z dnia 12 maja 2006 r. o zmianie ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2006, nr 107, poz. 721.

4 A. Szablewski, *Źródła i pomiary wartości firmy*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, (red.) A. Szablewski i R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2006, s. 23.

5 Interesującą analizę rozwoju metod i technik wyceny przedstawili W.J. Hass, S.G. Pryor IV, *The value edge. Reap the advantage of disciplined techniques*, [w:] *The valuation handbook. Valuation techniques from today's top practitioners*, (red.) R. Thomas, B.E. Gup, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2010, s. 11.

szacowania wartości przedsięwzięć na wczesnym etapie rozwoju[6]. Wraz z rozwojem metodologii wyceny przedsiębiorstw wzrosła potrzeba uwzględniania w konstruowanych modelach wartości coraz większej liczby czynników.

W wycenie przedsiębiorstw fundamentalne znaczenie przypisuje się określeniu standardu wartości, co jest tożsame z udzieleniem odpowiedzi na pytanie: wartość dla kogo? Kluczowe znaczenie ma również przyjęcie tak zwanego podstawowego założenia dotyczącego wyceny – wskazania, czy dany biznes jest postrzegany jako kontynuujący działalność (zasada *going concern*), czy też jako podmiot w likwidacji. Ograniczenie się jednak tylko do badania zdolności aktywów do generowania korzyści ekonomicznych (bez względu na to, czy wykorzystuje się podejście dochodowe czy majątkowe) nie zawsze daje odpowiedź na pytanie, ile kupujący powinien zapłacić za te aktywa. Dla wyceny ważne, oprócz czynników czysto ekonomicznych, są także okoliczności, w których do niej dochodzi. Oprócz określenia celu wyceny, standardu wartości oraz zastosowania adekwatnej metody bardzo ważną kwestią jest, czy wyceniane akcje bądź udziały są:

- akcjami bądź udziałami większościowymi, a jeśli nie, to czy istnieje pakiet kontrolny,
- czy są to akcje na okaziciela czy imienne (uprzywilejowane)?

Pytania te dotyczą bardzo istotnego z punktu widzenia wyceny udziałów przedsiębiorstwa zagadnienia – wartości kontroli nad spółką. Wyjaśnienie i obliczenie różnic w wartości pomiędzy udziałami kontrolnymi a udziałami mniejszościowymi należy do kluczowych kwestii łączących się z wyceną przedsiębiorstw. Podstawowe metody wyceny przedsiębiorstw jako całości nie uwzględniają jednak wpływu tych czynników na ostateczną wartość pakietu akcji lub udziałów. Jednocześnie można mówić o prawnych i praktycznych różnicach między własnością udziałów większościowych a własnością udziałów mniejszościowych, co wiąże się między innymi ze sprawowaniem kontroli nad spółką. Akty prawne poszczególnych krajów, a także statuty spółek mogą przyznawać różne prawa udziałowcom mniejszościowym i większościowym[7]. W określonych sytuacjach (wtedy, gdy żaden z właścicieli nie ma więcej niż 50%) nawet niewielki udział w strukturze własności (*swing block vote*) może stanowić języczek u wagi, dlatego będą mu przypisywane pewne korzyści wynikające z kontroli (oznacza to również, że w wycenie nie należy stosować dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych). Z kolei dwa 50-procentowe udziały w sytuacji, gdy prawo oraz statut wymagają jednogłośnej zgody obydwu właścicieli w odniesieniu do wszystkich znaczących decyzji, powinny być traktowane jako udziały mniejszościowe[8]. Jednocześnie trzeba podkreślić, że terminy „udziały kontrolne" oraz „udziały większościowe"

[6] Wykorzystanie opcji realnych w przypadku projektów inwestycyjnych charakteryzujących się wysoką stopą wzrostu omówiono w pracy T. Wiśniewskiego, *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2010.

[7] W Polsce regulują to przepisy Kodeksu spółek handlowych (np. art. 394 § 1, art. 415, art. 416 § 1, art. 431 § 1, art. 433 § 2, art. 418 § 1, art. 506, art. 575), a w przypadku spółek publicznych – art. 91 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej.

[8] S.P. Pratt, *The market approach to valuing businesses*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2005, s. 150.

nie są tożsame (chociaż w literaturze często są stosowane zamiennie): o udziałach większościowych można mówić wtedy, gdy stanowią więcej niż 50% kapitałów własnych, a udziały kontrolne oznaczają pakiet akcji wystarczający do sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem[9]. I tak, z własności udziałów większościowych wynikają uprawnienia, które dają znacznie większe prawa niż udziały mniejszościowe. Posiadacz udziałów kontrolnych może czerpać wielorakie korzyści z racji bezpośredniego wpływania na poziom i rozkład czasowy przepływów pieniężnych, w tym na sposób i terminy realizacji wydatków, które stanowią pożytki z tytułu własności. Przykładowo, zwiększenie wydatków reprezentacyjnych przez menedżera będącego jednocześnie dysponentem udziałów kontrolnych spowoduje – *ceteris paribus* – redukcję zysku udziałowców. Analogiczny rezultat dają pożyczki i wypłaty różnych premii przeznaczone dla posiadaczy udziałów kontrolnych i osób bezpośrednio z nimi związanych. Nieporozumienia dotyczące jednoznacznego i poprawnego określenia podstawy wyceny (udziały mniejszościowe czy udziały kontrolne) mogą prowadzić do przypisania zawyżonych lub zaniżonych wartości wycenianym pakietom akcji lub udziałów.

Premia z tytułu kontroli służy do korygowania bazowych wyników wyceny sporządzonej w związku z takimi zdarzeniami, jak:

- wycena na potrzeby transakcji kupna-sprzedaży pakietów akcji/udziałów na rynku publicznym oraz na rynku prywatnym,
- wydanie opinii o rzetelności warunków transakcji (*fairness opinions*),
- wycena przeprowadzana w związku z wymogami standardów rachunkowości (alokacja ceny nabycia, przeglądy aktywów pod kątem utraty ich wartości itp.),
- wycena sporządzana na potrzeby spełnienia wymogów kodeksu spółek handlowych (przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych, zmiana formy organizacyjnej przedsiębiorstwa, ustalenie stosunku wymiany na potrzeby przygotowania planu połączenia i wyceny wkładów niepieniężnych),
- rozstrzygnięcie o wartości pakietu akcji/udziałów przed sądem, na przykład przy podziale majątku właścicieli.

Dyskonto i premie są przedmiotem wielu sporów zarówno w sferze praktyki, jak i teorii wyceny przedsiębiorstw, między innymi dlatego, że ich wpływ na wartość jest potencjalnie bardzo duży. Na polskim rynku, jak dotąd, nie przeprowadzono jednak kompleksowych badań empirycznych pozwalających określić ich skalę. Kolejnym problemem jest to, w jaki sposób i w jakich okolicznościach należy korygować wartość bazową wyceny[10]. Ma na to wpływ zarówno standard wartości przyjęty w danym raporcie z wyceny, jak i zastosowana metoda wyceny. Z uwagi na to, że metody wyceny wyrastają z różnych założeń oraz opierają się na odmiennych przesłankach, ich rezultaty mogą dawać wyniki w postaci znacząco różniących się od siebie poziomów

[9] D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 235.

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

wartości. Kwestią fundamentalną jest zrozumienie, jaka wartość została oszacowana w konsekwencji zastosowania określonej metody oraz dobranie adekwatnego do celu wyceny czynnika korygującego w postaci premii tudzież dyskonta. Co więcej, poprawne zdefiniowanie podstawy wyceny nie jest wystarczające, równie ważną kwestią jest właściwa interpretacja związków zachodzących pomiędzy premią a wartością bazową.

Uwzględniając przedstawione problemy wyceny udziałów (gwarantujących różny udział w strukturze własności), należy stwierdzić, iż jest to zagadnienie złożone i wielowątkowe. Większość podręczników z zakresu wyceny traktuje jednak premię z tytułu kontroli oraz dyskonto wynikające z udziałów mniejszościowych zdawkowo, zalecając posługiwanie się statystykami pochodzącymi z rynku amerykańskiego. Nie bierze się jednak pod uwagę, że regulacje prawne obowiązujące na różnych rynkach są odmienne, stąd bezpośrednie przenoszenie wyników badań dotyczących rynków rozwiniętych do wyceny polskich przedsiębiorstw może prowadzić do nieuzasadnionego transferu bogactwa (niektóre z metod wykorzystywanych do ich szacowania nie uwzględniają specyficznych cech polskiego rynku)[11].

Na potrzeby niniejszej dysertacji przeprowadzono wśród ekspertów zajmujących się wyceną przedsiębiorstw w Polsce badania ankietowe (omówione w podrozdziale 2.4). Ich wyniki jasno wskazują na potrzebę prowadzenia badań empirycznych w tym obszarze. Na pytanie dotyczące udziału wycen pakietów większościowych we wszystkich sporządzanych raportach zaledwie 16,7% ankietowanych odpowiedziało, że nie opracowuje tego typu analiz. Także więcej niż jedna trzecia respondentów (ponad 31%) stwierdziła, że wyceny udziałów mniejszościowych stanowią ponad 26% wszystkich sporządzanych przez nich analiz. Na tej podstawie można stwierdzić, że znajomość wartości premii z tytułu kontroli[12], która jest zjawiskiem powszechnym, ale trudnym do zmierzenia, jest konieczna. Należy podkreślić, że poziom premii w znacznym stopniu zależy od poprawnej identyfikacji tych transakcji, które skutkują transferem kontroli w spółce. M. Barclay i C.G. Holderness[13] poradzili sobie z tym problemem w sposób uproszczony, ograniczając próbę badawczą do tych transakcji, które dotyczyły przynajmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA), natomiast A. Dyck i L. Zingales[14] podnieśli ten próg do przynajmniej 10% akcji oraz dodali warunek, że nabywca musiał w efekcie transakcji przekroczyć próg 20% udziału w kapitale własnym. Z kolei zdaniem G. Nicodano i A. Sembenellego[15] ten sam udział w głosach na WZA może dawać zu-

[11] Przykładowo, mierzenie premii z tytułu kontroli na podstawie różnicy pomiędzy cenami rynkowymi akcji różniących się pod względem prawa do głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy w warunkach polskich jest niemożliwe, ponieważ akcje uprzywilejowane nie podlegają publicznemu obrotowi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

[12] Lub dyskonta z tytułu posiadania udziałów mniejszościowych.

[13] M. Barclay, C.G. Holderness, *Private benefits from control of public corporations*, "Journal of Financial Economics" 1989, no. 25, s. 371–395.

[14] A. Dyck, L. Zingales, *Private benefits of control: an international comparison*, "The Journal of Finance" 2004, vol. 59, no. 2, s. 537–600.

[15] G. Nicodano, A. Sembenelli, *Private benefits, block transaction premiums and ownership structure*, "International Review of Financial Analysis" 2004, vol. 13, no. 2, s. 227–244.

pełnie inne możliwości kontrolowania spółki, dlatego procedury selekcji wykorzystujące z góry określone sztywne progi mogą dawać rezultat w postaci szacunków premii zaniżonych z powodu błędu doboru próby.

W niniejszej pracy starano się ograniczyć wpływ błędu doboru próby na wyniki (poziom szacowanej premii) przez wprowadzenie do procedury selekcji elementów o charakterze jakościowym, co zdecydowanie zwiększyło jej pracochłonność, ale jednocześnie pozwoliło wybrać te transakcje, w których rzeczywiście następował transfer kontroli, a co za tym idzie – potencjalnie mogły zostać wypłacone premie. **Główną hipotezą badawczą pracy** jest stwierdzenie, że **szacowanie premii z tytułu kontroli powinno być przeprowadzane indywidualnie dla poszczególnych rynków** (chociażby ze względu na odmienne regulacje prawne) **oraz uwzględniać charakter pakietu akcji lub udziałów**. Wąskie postrzeganie premii i mierzenie jej na podstawie wszystkich transakcji blokowych lub też wszystkich wezwań do sprzedaży akcji jest nieprawidłowe.

Z głównej hipotezy wynika **podstawowy cel pracy**, którym jest **opracowanie, na podstawie krytycznej analizy literatury i badań własnych, metodyki pomiaru premii z tytułu kontroli oraz oszacowanie jej wartości w warunkach polskich**. W warstwie aplikacyjnej wypracowano również procedurę wyceny udziałów mniejszościowych i większościowych. Biorąc pod uwagę główny cel pracy, próbowano odpowiedzieć na następujące pytania:

- Jak należy rozumieć zjawisko korzyści z tytułu kontroli?
- Czy podejścia wykorzystywane na rynkach rozwiniętych do pomiaru premii z tytułu kontroli (dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych) mogą znaleźć zastosowanie w odniesieniu do rynku polskiego?
- Jaki wpływ na zastosowanie premii z tytułu kontroli ma standard wartości zdefiniowany w celu wyceny?

Osiągnięcie celu podstawowego wymagało wyznaczenia celów pośrednich, które określono następująco:

- usystematyzowanie i ocena wartości poznawczej metod szacowania premii z tytułu kontroli stosowanych na innych rynkach,
- usystematyzowanie wiedzy o premiach i dyskoncie w wycenie przedsiębiorstw,
- zidentyfikowanie i zmierzenie skali zrealizowanych premii z tytułu kontroli (dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych) na rynku polskim,
- analiza czynników wpływających na poziom premii z tytułu kontroli (dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych),
- uzupełnienie procedury wyceny o aspekty związane z premią z tytułu kontroli (dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych),
- przedstawienie i wskazanie wpływu standardu wartości oraz metody wyceny na zastosowanie premii z tytułu kontroli (dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych),
- ocena znajomości zasad stosowania oraz wartości premii z tytułu kontroli (dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych) przez praktyków zajmujących się wyceną przedsiębiorstw w Polsce.

Praca ma charakter mieszany – przeplatają się w niej aspekty teoretyczne z metodycznymi i empirycznymi. Badania empiryczne obejmowały:

A) Badania, których celem było zmierzenie wysokości premii na podstawie przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym transakcji blokowych oraz wezwań do sprzedaży akcji, co oznaczało analizę baz danych, na które złożyło się w sumie 34 481 transakcji blokowych w okresie od czerwca 1995 roku do września 2009 roku oraz 532 wezwania w okresie od lipca 1995 roku do grudnia 2009 roku.
B) Badania ankietowe, które umożliwiły postawienie diagnozy, czy specjaliści zajmujący się wyceną w Polsce rzeczywiście dostrzegają problem relatywnie wyższej wartości udziałów kontrolnych w porównaniu z udziałami mniejszościowymi oraz na ile ową premię wyceniają. W skład populacji jednostek objętych badaniem weszli: autoryzowani doradcy NewConnect/Catalyst, analitycy domów maklerskich, analitycy wiodących firm konsultingowych, biegli sądowi (kwestionariusz ankietowy rozesłano drogą elektroniczną do 191 respondentów).

W pracy wykorzystano typowy zestaw metod badawczych służących do przetwarzania materiałów i systematyzowania wyników. Na etapie poznania empirycznego posługiwano się następującymi roboczymi metodami badawczymi:

- metodą analizy i krytyki piśmiennictwa, która umożliwiła wyróżnienie trzech głównych nurtów podejść do kwantyfikacji premii oraz wskazanie technik możliwych do zastosowania na polskim rynku kapitałowym;
- metodą sondażu diagnostycznego, która umożliwiła zgromadzenie wiedzy na temat praktyki wyceny udziałów mniejszościowych i większościowych w warunkach polskich;
- metodą heurystyczną, dzięki której stworzono definicję pojęcia „godziwa premia z tytułu kontroli", zaproponowano modyfikację klasyfikacji korekt wartości bazowej, a następnie wskazano procedurę selekcji transakcji, w przypadku których istniało uzasadnione podejrzenie transferu kontroli, co dało rezultat w postaci szacunków premii z tytułu kontroli;
- metodami statystycznymi, które umożliwiły analizę zbioru transakcji, na których podstawie oszacowano premię, oraz poszukiwanie czynników determinujących jej wysokość.

Monografia składa się z pięciu rozdziałów oraz wniosków i uwag końcowych. W pierwszym rozdziale omówiono zagadnienia dotyczące korekt wartości bazowej w wycenie przedsiębiorstwa. Zaprezentowano obowiązujący obecnie podział premii i dyskonta na korekty systematyczne (odzwierciedlające cechy struktury własnościowej) oraz niesystematyczne (odnoszące się do biznesu jako całości). Ponieważ wybór standardu wartości determinuje zastosowanie premii i dyskonta, omówiono definicje wybranych kategorii wartości w wycenie, ze szczególnym uwzględnieniem kwestii

korygowania wartości bazowej. Rozważania uzupełniono szczegółowymi kwestiami dotyczącymi związków standardów wartości z celami wycen.

W drugim rozdziale uszczegółowiono pojęcie „premia z tytułu kontroli". Rozważania ograniczono do sytuacji, w których jej znajomość była niezbędna do wyceny przedsiębiorstwa. Skoncentrowano się przede wszystkim na korzyściach odnoszonych z tytułu kontroli przez nabywców pakietów kontrolnych (na podstawie zawieranych przez nich transakcji można wnioskować na temat skali korzyści wynikających z kontrolowania spółki). Prowadzone rozważania stały się podstawą do podjęcia próby sformułowania definicji pojęcia „godziwa premia z tytułu kontroli". Zwrócono uwagę na przyczyny powstawania korzyści z tytułu kontroli. Następnie przeanalizowano wpływ zidentyfikowanych przez innych badaczy determinant korzyści z tytułu kontroli. W zakończeniu rozdziału przedstawiono wyniki badań ankietowych dotyczących praktyki stosowania premii i dyskonta – odzwierciedlających cechy struktury własnościowej – przez ekspertów zajmujących się wyceną przedsiębiorstw na polskim rynku. Omówiono cel, zakres i metodologię badania oraz jego wyniki ukazujące metody wyceny, źródła informacji oraz zapotrzebowanie na prowadzenie badań w zakresie szacowania wartości premii z tytułu kontroli (dyskonto wynikającego z posiadania udziałów mniejszościowych).

Pomimo że kwestia korekt wartości bazowej jest podejmowana w literaturze anglosaskiej, nie opracowano jednej metody pomiaru premii z tytułu kontroli. W literaturze poświęconej finansom przedsiębiorstw premia z tytułu kontroli lub premia akwizycyjna pojawiają się wówczas, gdy poruszane są zagadnienia dotyczące fuzji i przejęć, wyceny przedsiębiorstw oraz nadzoru korporacyjnego.

Analiza badań empirycznych pozwoliła wyróżnić trzy główne typy podejść do kwantyfikacji premii, co zaprezentowano w trzecim rozdziale. Rozważania skoncentrowano na analizie specyfiki każdego z podejść oraz wynikach badań przeprowadzonych na innych rynkach. Jednocześnie rozpatrzono możliwość ich zastosowania na polskim rynku kapitałowym.

W czwartym rozdziale, opierając się na ustaleniach poczynionych w trzecim, przeprowadzono pomiar korzyści wynikających z tytułu kontroli na podstawie różnicy cen akcji notowanych na rynku publicznym przed ogłoszeniem wezwania do sprzedaży i cen, które w rezultacie transakcji zapłacił podmiot przejmujący pakiet kontrolny, a także porównując cenę płaconą za blok akcji z ceną rynkową tej samej akcji po ogłoszeniu transakcji. Rozważania rozpoczęto od wnikliwej oceny procesu doboru odpowiednich transakcji do próby badawczej. Ważnym wnioskiem było zaproponowanie procedury analizy transakcji zmierzającej do identyfikacji tych, które – można zakładać – pozwoliły na transfer kontroli. Następnie oszacowano wartość godziwej premii z tytułu kontroli w warunkach polskich w podziale na trzy podgrupy transakcji: wezwania oraz transakcje blokowe, w których nastąpił transfer kontroli, i wszystkie transakcje blokowe, w których zidentyfikowano strony transakcji. Oprócz tego, weryfikując hipotezy pomocnicze sformułowane w podrozdziale 4.6, poszukiwano czynników determinujących wartość premii oraz porównano otrzymane wyniki z rezultatami badań przeprowadzonymi na innych rynkach kapitałowych.

W piątym rozdziale obszernie przeanalizowano możliwości wykorzystania w procesie wyceny wyników analiz empirycznych przeprowadzonych w poprzednim rozdziale. Zastosowanie premii z tytułu kontroli lub dyskonta wynikającego z posiadania udziałów mniejszościowych zależy od metody wykorzystywanej do oszacowania wartości bazowej przedsiębiorstwa. W podrozdziale 5.1 omówiono podejścia dochodowe, majątkowe oraz rynkowe do wyceny przedsiębiorstw pod kątem uwzględnienia w procesie wyceny korekty wartości bazowej odzwierciedlającej cechę struktury własnościowej, jaką jest premia z tytułu kontroli (lub dyskonto wynikające z posiadania udziałów mniejszościowych). Doprecyzowano, w jakich warunkach i na którym etapie procesu wyceny w ramach poszczególnych podejść do wyceny należy uwzględniać korzyści płynące z możliwości decydowania o spółce. Przedstawiono również zbiór wskazań służących do uwzględniania korzyści z tytułu kontroli w procedurze wyceny. W podrozdziale 5.2 zaproponowano procedurę wyceny uwzględniającą premię z tytułu kontroli lub dyskonto wynikające z posiadania udziałów mniejszościowych.

Niniejsze opracowanie jest próbą kompleksowego spojrzenia na problemy wyceny udziałów mniejszościowych i kontrolnych. Prowadzone rozważania i propozycje metodologiczne zmierzały do systematyzacji i poszerzenia wiedzy z zakresu wyceny przedsiębiorstw. Najistotniejszym jednak wynikiem przeprowadzonych badań było wskazanie procedury selekcji transakcji do bazy danych, na podstawie której została oszacowana premia, oraz sposobu szacowania jej wartości w warunkach polskich.

Poszczególne rodzaje dyskonta i premii są przedmiotem wielu sporów zarówno wśród praktyków, jak i teoretyków wyceny przedsiębiorstw, między innymi dlatego, że ich wpływ na wartość wycenianego pakietu udziałów lub akcji jest potencjalnie bardzo duży, a jednocześnie na polskim rynku nie przeprowadzono jeszcze kompleksowych badań empirycznych pozwalających określić ich skalę. Podejmowana problematyka jest na tyle skomplikowana oraz wielowątkowa, że z pewnością będzie przedmiotem dalszych studiów i polemik prowadzonych na gruncie finansów przedsiębiorstw, nadzoru korporacyjnego, analizy ekonomicznej, zarządzania wartością i innych dyscyplin, w których kręgu zainteresowań znajduje się wycena.

Praca ta nie miałaby takiej formy i treści bez wielu burzliwych dyskusji oraz pomocy i wsparcia Profesorów Dariusza Zarzeckiego i Tomasza Wiśniewskiego, a także moich kolegów – Mateusza Czerwińskiego i Michała Grudzińskiego. Pragnę podziękować również recenzentom – Profesorom Wiesławie Przybylskiej-Kapuścińskiej i Tadeuszowi Dudyczowi, których cenne i wnikliwe uwagi przyczyniły się do nadania lepszego kształtu niniejszej pracy. Chciałabym również przekazać słowa podziękowania redaktor Joannie Dżaman, która z wielkim zaangażowaniem czuwała nad językową warstwą rękopisu.

Rozdział 1

Teoretyczne podstawy zastosowań premii i dyskonta w wycenie

Jedną z ekonomicznych prawidłowości, które nie zostały jeszcze w wystarczającym stopniu zbadane na polskim rynku kapitałowym i wymagają weryfikacji zarówno na płaszczyźnie metodologicznej, jak i w sferze analiz empirycznych, jest kwestia stosowania premii i dyskonta w wycenie przedsiębiorstw. Zagadnienie, które z pozoru jest oczywiste i intuicyjnie racjonalne, w rzeczywistości jest złożone, wielowymiarowe i trudne do zmierzenia. Rangę problemu zwiększa dodatkowo fakt, że zastosowanie w praktyce premii i dyskonta zależy od celu wyceny oraz przyjętego standardu wartości, natomiast różnice w wartościach wyceny, jakie występują na skutek zastosowania bądź pominięcia, przykładowo, premii z tytułu kontroli, mogą być znaczące. Rodzajów korekt wartości bazowej jest wiele, dlatego na początku rozdziału przedstawiono ich klasyfikację. Ze względu na to, że wybór standardu wartości determinuje zastosowanie premii i dyskonta omówiono również pojęcie „standard wartości w wycenie". Ponadto przeanalizowano podstawowe standardy wartości w wycenie w kontekście ich związków z celami wycen.

1.1. Typologia premii i dyskonta w wycenie

W USA, gdzie stworzono podwaliny teorii i praktyki wyceny przedsiębiorstw, przedmiotem największych sporów jest obecnie kwestia zastosowania w praktyce korekt wartości bazowej odzwierciedlających sytuację, w której dochodzi do wyceny, oraz ryzyko związane z prowadzeniem określonego biznesu. Wprowadzanie korekt do wyceny jest standardową, a jednocześnie kontrowersyjną praktyką zarówno w przypadku raportów sporządzanych na potrzeby transakcyjne, jak i decyzji wydawanych przez banki, sądy czy też urzędy skarbowe. Do korekty bazowych wyników wyceny służą dyskonto i premie. Dyskonto obniża wartość, natomiast premia zwiększa wartość[1]. Aby zobrazować istotę dyskonta i premii w kontekście wyceny przedsiębiorstw, warto posłużyć się przykładem[2].

[1] S.P. Pratt, *Business valuation – discounts and premiums*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2001, s. 2.

W spółce X właściciel A ma 75% udziałów, a właściciel B – 25%. Jedna akcja firmy wyceniana jest na 6 dol. W spółce X to właściciel A kontroluje wynagrodzenia, dywidendy, on też decyduje o kosztach ponoszonych przez firmę, w konsekwencji wpływa więc na wartość aktywów właściciela B. Czy w sytuacji transakcji zakupu pakietu mniejszościowego jedna akcja powinna być warta tyle samo, co w przypadku akcji nabywanej w pakiecie kontrolnym? Praktyka pokazuje, że nie.

Aplikacja dyskonta i premii polega na zwiększeniu (bądź zmniejszeniu) wartości – osiągniętej w efekcie sporządzenia konwencjonalnej wyceny (na przykład metodą DCF) – o określoną wartość (stosuje się zarówno korekty kwotowe, jak i procentowe). Dyskonto i premia nie wpływają na „bazową" wartość przedsiębiorstwa, niemniej jednak determinują ostateczny wynik wyceny. Innymi słowy, służą one do korygowania wartości o wpływ czynników ryzyka[3], które nie zostały uwzględnione w wycenie biznesu jako całości (stuprocentowego udziału) lub odnoszą się tylko i wyłącznie do określonego udziału. Wspomniane czynniki ryzyka mogą dotyczyć całego podmiotu lub też odnosić się do udziałowca/właściciela. To właśnie na podstawie tego kryterium S.P. Pratt dzieli rodzje dyskonta i premii na dwie podstawowe kategorie[4]:

- odzwierciedlające cechy struktury własnościowej (*discounts and premium reflecting characteristics of ownership*),
- odnoszące się do biznesu jako całości (*entity-level discounts*).

Zdaniem R.F. Reilly'ego[5] korekty wynikające z poziomu wartości[6] – tożsame z pierwszą z wymienianych przez S.P. Pratta kategorią – są rutynowo przeprowadzane w przypadku wielu analiz, uwzględnienie bowiem poziomu wartości stanowi standardową procedurę analityczną w przypadku wyceny całej spółki lub udziału w kapitale własnym. Przyczyną tego stanu rzeczy jest fakt, iż różne podejścia (dochodowe, majątkowe, rynkowe) dają rezultat w postaci innego poziomu wartości. Stąd też owe korekty mają systematyczny charakter i mogą dotyczyć firm działających we wszystkich sektorach gospodarki, niezależnie od wielkości oraz profilu działalności. Ich zastosowanie w praktyce jest jednak uwarunkowane następującymi czynnikami:

- cechami prawnymi i/lub ekonomicznymi (czy wyceniany pakiet akcji umożliwia sprawowanie kontroli nad podmiotem i czy ta kontrola ma również charakter operacyjny),
- standardem wartości stanowiącym podstawę wyceny (definicją wartości),

---

2 L.J. Kasper, *Business valuations. Advanced topics*, Quorum Books, London 1997, s. 73.

3 Czynniki ryzyka w tym kontekście to zjawiska, które mogą oddziaływać na wartość wycenianego przedsiębiorstwa lub pakietu jego akcji.

4 S.P. Pratt, *Business valuation discounts and premiums*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2009, s. 2.

5 R.F. Reilly, *Valuation adjustments in financial adviser transactional analysis*, Willamette Management Associates 2005, dostępna na stronie: www.bvresources.com.

6 Rozszerzoną wersję poziomów wartości prezentują Z.Ch. Mercer, T.W. Harms, *Business valuation, an integrated theory*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2008, s. 71. Tradycyjnie wyróżniane są następujące poziomy wartości: wartość pakietu kontrolnego w spółce publicznej, wartość udziałów mniejszościowych podlegających obrotowi na zorganizowanym rynku, wartość udziałów mniejszościowych niepodlegających obrotowi na zorganizowanym rynku.

- założeniem wyceny, innymi słowy – okolicznościami, w których jest ona przeprowadzana.

Adekwatnie do przyjętego w wycenie podejścia i metodologii wartość bazowa (inaczej: pierwotna wartość oszacowana w raporcie z wyceny) może dotyczyć innego poziomu wartości, to jest wartości udziału mniejszościowego w spółce niepublicznej, wartości udziału mniejszościowego w spółce publicznej, wartości udziału kontrolnego w spółce niepublicznej, wartości udziału kontrolnego w spółce publicznej. Następnie, w zależności od tego, w jakim stopniu poziom wartości wycenianego udziału różni się od poziomu wartości bazowej, wartość ta musi zostać tak skorygowana, aby zachować spójność z wartością udziału stanowiącego przedmiot wyceny. Do przeprowadzenia omawianych korekt służą następujące narzędzia:

1) Premia z tytułu kontroli lub dyskonto z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych (*control premium/minority discount*), których istnienie wynika z różnic pomiędzy prawami będącymi konsekwencją posiadania udziałów kontrolnych (większościowych) i mniejszościowych. Dysponowanie większością akcji daje między innymi wpływ na skład rady nadzorczej, nominowanie zarządu oraz deklarowanie i wypłatę dywidend. W konsekwencji udziałowiec większościowy może wpływać na osiągane przez pozostałych właścicieli korzyści ekonomiczne. Wartość pakietu akcji dającego kontrolę musi znacząco przewyższać wartość pakietu mniejszościowego w relacji do jednego udziału[7].
2) Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej (*illiquidity discount*) – związane ze zdolnością do upłynnienia aktywów. Skala płynności w kontekście wyceny przedsiębiorstw to wartość mówiąca o tym, jak szybko można sprzedać udziały w firmie bez ponoszenia istotnych kosztów transakcji lub znaczącego obniżenia ceny[8]. Dyskonto z tytułu braku płynności występuje wówczas, gdy cena sprzedaży aktywów jest niższa od ich wartości z powodu braku popytu. Cena zawartej w takich warunkach transakcji jest ceną uwzględniającą dyskonto z tytułu braku płynności. Skala płynności determinowana jest takimi czynnikami, jak: kondycja finansowo-ekonomiczna (wpływająca na popyt), forma prawna udziałów (akcje zwykłe, uprzywilejowane), dopuszczenie akcji do obrotu, „rozwodnienie" (liczba akcji w akcjonariacie rozproszonym), aktualny stan rynku.

Należy podkreślić, iż aplikacja opisanych premii i dyskonta związanych ze strukturą własności następuje **po korekcie wartości** z tytułu dyskonta i premii odnoszących się do biznesu jako całości. Dyskonto i premia związane z biznesem jako całością dotyczą całego przedsiębiorstwa, a nie tylko części jego kapitału. Jednocześnie nie mają one uniwersalnego charakteru i – w przeciwieństwie do pierwszej z omówionych ka-

[7] S.P. Pratt, *Business valuation – discounts and premiums*, 2nd ed..., s. 16.

[8] M. Bajaj, D. Denis, S. Ferris, A. Sarin, *Firm value and marketability discounts*, "The Journal of Corporation Law Fall" 2001, vol. 27, no. 1, s. 89–115.

tegorii – nie powinny i nie mogą być stosowane w odniesieniu do każdego podmiotu. Ich aplikacja jest uzależniona od specyfiki przedmiotu wyceny.

Zastosowanie korekt niesystematycznych powinno być rozważane przy każdej wycenie, jednak w praktyce ma ono miejsce znacznie rzadziej niż w przypadku premii i dyskonta o charakterze systematycznym. S.P. Pratt wymienia następujące rodzaje dyskonta niesystematycznego (w jego pracach noszą one nazwę dyskonta i premii, które odnoszą się do biznesu jako całości): dyskonto z tytułu zobowiązań wobec kapitału (*trapped-in capital gains*), dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*), dyskonto z tytułu występującego bądź potencjalnego zagrożenia środowiskowego (*environmental discount*), dyskonto z tytułu niejednorodnych aktywów (*portfolio, conglomerate, nonhomogeneous assets discount*) oraz dyskonto z tytułu koncentracji kontrahentów (*concentration of customer or supplier base discount*). Klasyfikacja R.F. Reilly'ego jest z kolei znacznie bardziej rozbudowana i pozwala grupować rodzaje dyskonta adekwatnie do źródła i przyczyny ich powstawania. Reilly wyróżnia:

a) korekty systematyczne (już omówione);
b) korekty niesystematyczne:
   - wynikające z cech charakterystycznych spółki,
   - wynikające z cech charakterystycznych (danego pakietu) akcji,
   - wynikające z ograniczeń zawartych w umowach,
   - wielopoziomowe.

Korekty wynikające z ***cech charakterystycznych spółki*** wpływają na wycenę biznesu jako całości. Nie mają one związku z poziomem wartości wycenianego udziału. Wymienione poniżej rodzaje dyskonta sprawiają, że dany podmiot różni się od konkurentów i pozostałych spółek w sektorze. Mogą pozostawać w obszarze kontroli przedsiębiorstwa lub być od niego całkowicie niezależne. Typowymi przykładami korekt zaliczanych do tej właśnie grupy są:

- dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*) – występuje wówczas, gdy generowana przez firmę wartość dodana zależy od jednej osoby (członka zarządu, menedżera) i jej odejście uniemożliwiłoby funkcjonowanie przedsiębiorstwa na dotychczasowym poziomie;
- dyskonto z tytułu kluczowego produktu/technologii (*key product/technology discount*) – występuje wówczas, gdy generowana przez firmę wartość dodana zależy od jednego produktu lub dostępu do określonej technologii;
- dyskonto z tytułu koncentracji kontrahentów (*concentration of customer or supplier base discount*) – jest stosowane w sytuacji, gdy cały biznes opiera się na współpracy z niewielką liczbą kontrahentów, a zatem odejście jednego z nich może zagrozić całej działalności (dyskonto to stanowi przykład czynnika zewnętrznego, niekontrolowanego przez firmę);
- dyskonto z tytułu suboptymalnej struktury kapitałowej (*suboptimal capital structure discount*) oraz dyskonto z tytułu suboptymalnego poziomu kosztu kapitału (*suboptimal cost of capital discount*) – pojawiają się wówczas, gdy

ze względu na awersję zarządzających do ryzyka działalność jest w 100% finansowana z kapitałów własnych;
- dyskonto z tytułu niejednorodnych aktywów (*portfolio, conglomerate, non-homogeneous assets discount*) – jest stosowane, gdy firma operuje w wielu nieprzystających dziedzinach (ma niejednorodne aktywa)[9];
- dyskonto z tytułu zobowiązań wobec kapitału (*trapped-in capital gains discount*) – wynikające z obciążeń podatkowych przypisanych do sprzedawanych aktywów (są one przejmowane przez nowego właściciela);
- dyskonto z tytułu występującego bądź potencjalnego zagrożenia środowiskowego (*environmental discount*) – jest stosowane w przypadku przedsiębiorstw, których działalność ingeruje w środowisko naturalne (na przykład zakłady chemiczne).

W przypadku korekt wynikających z ***cech charakterystycznych*** (*danego pakietu*) ***akcji*** wartość bazowa wyceny jest korygowana o czynniki właściwe dla konkretnego bloku akcji, wśród których najczęściej wymienia się:
- dyskonto z tytułu braku prawa do głosowania (*discount for lack of voting rights*),
- premię wynikającą z uprzywilejowania w postaci prawa głosu przypadającego na jedną akcję (*premium for supervoting rights*),
- dyskonto z tytułu wielkości pakietu będącego przedmiotem transakcji (*blockage discount*) związane z realizacją wyjątkowo dużych transakcji kupna-sprzedaży (na przykład na giełdzie),
- dyskonto z tytułu braku prawa pierwokupu (*discount for lack of preemptive rights*).

Wszystkie wymienione korekty odnoszą się albo do określonej grupy instrumentów finansowych w strukturze akcjonariatu, albo do danej wielkości pakietu akcji. W konsekwencji wartość danego udziału odbiega od wartości pozostałych udziałów bądź też akcji innych podmiotów, których wartość stanowi punkt odniesienia w przypadku metod rynkowych. W każdym przypadku korekty są dokonywane w stosunku do wycenianego udziału, a nie do wartości spółki jako całości.

Z kolei korekty wynikające z ***ograniczeń zawartych w umowach*** odnoszą się do zobowiązań stanowiących konsekwencję zawartych umów i porozumień oraz regulacji prawnych. Stosowane zapisy mogą:
- wpływać na podział zysków i kolejność zaspokajania roszczeń w postępowaniu likwidacyjnym,
- wypływać z umowy o pracę, na przykład zakazywać sprzedaży akcji przez menedżera w określonym przedziale czasu lub w trakcie okresu zatrudnienia,

[9] Inwestorzy preferują „czyste", jednorodne formy biznesu, stąd transakcje kupna-sprzedaży udziałów firm prowadzących bardzo zdywersyfikowaną działalność odbywają się z dyskontem.

- wynikać z umowy zawartej z gwarantem emisji lub stanowić konsekwencję wymogów narzucanych przez organ sprawujący nadzór nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi.

Typowymi przykładami czynników znacząco wpływających na wycenę w ramach analizowanej kategorii są:

- zawarte w statucie klauzule dotyczące warunków transakcji kupna-sprzedaży akcji w przypadku śmierci lub wycofania się wspólnika z biznesu,
- ograniczone prawo dysponowania (ograniczona zbywalność) w przypadku akcji spółek publicznych,
- istnienie niedopuszczonych do publicznego obrotu akcji uprzywilejowanych w przypadku spółek publicznych.

Należy podkreślić, iż omawiane korekty dotyczą wycenianego pakietu akcji, a nie spółki jako całości.

Ostatnią z wymienianych przez R.F. Reilly'ego grupą korekt są tak zwane ***korekty wielopoziomowe*** (*multitier*) dotyczące piramidalnych struktur własnościowych, których cechą charakterystyczną są wielopoziomowe powiązania pomiędzy właścicielami poszczególnych udziałów. Najczęściej przywoływanym i najprostszym przykładem jest niepubliczna spółka akcyjna, której jedynym lub częściowym właścicielem jest spółka osobowa (na przykład komandytowa) lub niepubliczna spółka akcyjna. Przykładowo:

> *Gdy właścicielem spółki A jest spółka B, która jest własnością podmiotu C, to aby wskazać wartość tego ostatniego, najpierw musi zostać oszacowana wartość podmiotu A, następnie spółki B, a dopiero na samym końcu C. Tak więc w pierwszej kolejności zostaną zastosowane premie i dyskonto adekwatne dla najniższego poziomu opisywanej struktury piramidalnej (aktywa A), a następnie zostanie skorygowana wartość podmiotu B.*

Podział zaproponowany przez C.A. Jacobson nawiązuje do klasyfikacji R.F. Reilly'ego; wyróżnia się w nim[10]:

- korekty wynikające z cech charakterystycznych podatnika (spółki),
- korekty wynikające z cech charakterystycznych danego rodzaju mienia,
- korekty wynikające z ograniczeń zawartych w umowach,
- wielopoziomowe korekty.

Należy zauważyć, że C.A. Jacobson pomija korekty wynikające z cech charakterystycznych akcji, w to miejsce proponując kategorię korekt właściwych dla danego rodzaju mienia (lub grupy aktywów)[11]. Przykładami korekt zakwalifikowanych przez Jacobson do tej grupy są:

---

[10] C.A. Jacobson, *Unit valuation discount and premium adjustment*, Willamette Management Associates 2008, dostępna na stronie: www.bvresources.com

[11] Zaliczanych przez Reilly'ego do korekt wynikających z ***cech charakterystycznych spółki***.

- dyskonto z tytułu przepisów prawnych,
- dyskonto z tytułu zagrożenia środowiskowego,
- dyskonto z tytułu niezdolności do reagowania na zmiany zachodzące na rynku.

Przez korekty wynikające z ograniczeń zawartych w umowach C.A. Jacobson rozumie wpływ czynników o charakterze zewnętrznym, mających swoje źródło w zawartych umowach, porozumieniach oraz ugodach, do których należą:

- umowy franchisingowe,
- wydane oraz pozyskane pozwolenia i licencje,
- ograniczenia dotyczące korzystania lub podziału stref działań.

Podsumowując, zaproponowany przez R.F. Reilly'ego podział premii i dyskonta na systematyczne i niesystematyczne, co do zasady należy uznać za poprawny, jednak wymaga on znaczących modyfikacji, zaliczenie bowiem do kategorii korekt niesystematycznych grupy korekt wynikających z ***cech charakterystycznych*** (*danego pakietu*) ***akcji*** jest błędne. Wszystkie korekty zakwalifikowane przez niego do tej grupy, z wyjątkiem dyskonta z tytułu braku prawa pierwokupu (*discount for lack of preemptive rights*), przynajmniej pośrednio wynikają z poziomów wartości i dotyczą firm działających we wszystkich sektorach gospodarki, niezależnie od wielkości oraz profilu. Co więcej, ich zastosowanie jest konsekwencją tego, czy nabycie wycenianego pakietu akcji umożliwi sprawowanie kontroli, a co za tym idzie – osiągnięcie korzyści wynikających z decydowania o spółce.

Dyskonto z tytułu braku prawa pierwokupu (*discount for lack of preemptive rights*) powinno zostać zaliczone do korekt wynikających z ***ograniczeń zawartych w umowach***. Z kolei dyskonto z tytułu istnienia niedopuszczonych do publicznego obrotu akcji uprzywilejowanych, w przypadku spółek publicznych przypisane przez Reilly'ego do tej właśnie grupy, powinno zostać włączone do kategorii dyskonto z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych (*minority discount*). Udziałowiec, posiadający niewielki udział w kapitale własnym w postaci akcji uprzywilejowanych co do głosu, w określonych warunkach może podejmować wszystkie istotne decyzje i w ten sposób wpływać na korzyści ekonomiczne pozostałych właścicieli. Wówczas wartość pozostałych pakietów, pozornie znaczących z punktu widzenia udziału w kapitale własnym, powinna zostać skorygowana właśnie o wspomniane dyskonto. Zmodyfikowaną typologię Reilly'ego przedstawiono na rysunku 1.1.

Aplikacja opisanych premii i dyskonta jest w wielu przypadkach konieczna, jednak nawet w takiej gospodarce jak amerykańska, prawo nie reguluje zasad ich stosowania, co więcej – nie istnieje żaden zbiór ogólnie przyjętych zasad, co wynika z faktu, że każda sytuacja jest inna. W przypadku korekt o charakterze niesystematycznym pojawia się uzasadniona wątpliwość, czy powinny być one traktowane jako kolejna kategoria dyskonta, czy raczej należy je uwzględnić w raporcie z wyceny jako ryzyko, na które jest narażony inwestor. Przykładowo, dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*), które dotyczy przede wszystkim niewielkich

Rysunek 1.1. Typologia korekt wartości bazowej

<table>
<tr><td rowspan="6">korekty wartości bazowej</td><td rowspan="4">systematyczne
(wynikające z cech struktury własności)</td><td rowspan="3">korekty wynikające
z cech
charakterystycznych
danego pakietu akcji</td><td>premia
z tytułu kontroli
(control premium)</td><td>• premia wynikająca z wielkości pakietu lub jego strategicznego znaczenia
• premia wynikająca z uprzywilejowania w postaci prawa głosu przypadającego na jedną akcję (premium for supervoting rights)</td></tr>
<tr><td>dyskonto z tytułu
wyceny udziałów
mniejszościowych
(minority discount)</td><td>• dyskonto wynikające z wielkości pakietu lub jego strategicznego znaczenia
• dyskonto z tytułu braku prawa do głosowania (discount for lack of voting rights)
• dyskonto z tytułu niedopuszczonych do publicznego obrotu akcji uprzywilejowanych</td></tr>
<tr><td colspan="2">dyskonto z tytułu wielkości pakietu będącego przedmiotem transakcji (blockage discount)</td></tr>
<tr><td>dyskonto z tytułu braku
płynności rynkowej</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="2">niesystematyczne</td><td>korekty wynikające
z cech
charakterystycznych
spółki</td><td>• dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu
• dyskonto z tytułu kluczowego produktu/technologii
• dyskonto z tytułu koncentracji kontrahentów
• dyskonto z tytułu suboptymalnej struktury kapitałowej
• dyskonto z tytułu niejednorodnych aktywów
• dyskonto z tytułu zobowiązań wobec kapitału
• dyskonto z tytułu występującego bądź potencjalnego zagrożenia środowiskowego</td></tr>
<tr><td>korekty wynikające
z ograniczeń zawartych
w umowach</td><td>• dyskonto z tytułu braku prawa pierwokupu
• dyskonto z tytułu ograniczonego prawa dysponowania</td></tr>
<tr><td colspan="3">korekty wielopoziomowe</td></tr>
</table>

Źródło: opracowanie własne.

podmiotów[12], może w przypadku podejścia dochodowego zostać uwzględnione w wycenie domyślnie lub bezpośrednio. W pierwszym przypadku oznacza to sytuację, w której analityk już na etapie sporządzania projekcji finansowych uwzględnia w przepływach potencjalnie utracone korzyści wynikające z rezygnacji z pracy zarządzającego oraz koszty rekrutacji, szkolenia oraz utrzymania nowego menedżera. W przypadku podejścia bezpośredniego – najpierw jest określana wartość bazowa przy założeniu braku zmian personalnych, a następnie otrzymana wartość jest korygowana o określoną wartość (stosuje się zarówno korekty kwotowe, jak i procentowe). Kolejnym problemem jest kwantyfikacja wartości wspomnianej korekty. Najczęściej przytaczane w literaturze anglojęzycznej badania to prace E.P.H. Furtada i M.S. Rozeffa[13], B.D. Nguyena i K.M. Nielsena[14], S.E. Boltena i Y. Wanga[15] oraz J.A. Larsona i J.P. Wrighta[16]. Na polskim rynku pierwszymi, którzy przeprowadzili tego typu analizy, byli H. Gurgul

[12] Dotyczy to również podmiotów tak dużych jak Apple Inc. 24.08.2011 r. Steve Jobs, dyrektor zarządzający firmy Apple, zrezygnował ze stanowiska. W ciągu zaledwie kilku godzin wartość firmy spadła o 5% (z 376,18 dol. do 355,99 dol. za akcję, co daje kwotę ponad 17 mld dol.). Można postawić tezę, że taki spadek wynikał z wyceny przez rynek wyjątkowych zdolności i zasług Jobsa, nie tylko jako dyrektora generalnego, ale promotora nowych produktów i usług.

[13] E.P.H. Furtado, M.S. Rozeff, *The wealth effects of company initiated management changes*, "Journal of Financial Economics" 1987, vol. 18, issue 1, s. 147–160.

i P. Majdosz[17]. Wynika z nich, że potencjalna strata kluczowej osoby negatywnie wpływa na wartość niewielkich podmiotów; skala tego zjawiska wynosi od 1% do 6% wartości tych przedsiębiorstw. Niemniej jednak aplikacja dyskonta powinna zostać poprzedzona wnikliwą analizą, a nie odbywać się w sposób mechaniczny, może to bowiem doprowadzić do nieuzasadnionego ekonomicznie transferu bogactwa. Wśród korekt niesystematycznych niewątpliwie najczęściej badano dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu. Pozostałe nie stanowiły jak dotąd przedmiotu szerszych badań, nawet na rozwiniętych rynkach kapitałowych, co właściwie uniemożliwia ich zastosowanie nawet w tych sytuacjach, w których uwzględnienie ich wartości jest uzasadnione. Powinny być one jednak przedmiotem negocjacji w przypadku transakcji kupna-sprzedaży całych spółek lub pakietów ich akcji (udziałów).

Niezależnie od kategorii premii czy też dyskonta brakuje jednej, powszechnie akceptowanej metodologii pomiaru ich wartości. W literaturze przedmiotu przytaczanych jest wiele podejść – skrupulatna analiza ich założeń oraz zawartości pozwala na następującą ich klasyfikację[18]:

1) Podejście porównawcze polegające na porównywaniu historycznych cen transakcyjnych akcji wycenianego podmiotu w sytuacji, gdy wartość wycenianej spółki lub pakietu jej akcji/udziałów jest wyeksponowana na określony czynnik ryzyka oraz w warunkach, gdy nie ma on wpływu na wartość wycenianej spółki. Na przykład, jeśli w przeszłości zrealizowano transakcje dotyczące pakietów akcji zwykłych oraz niemych, to porównanie ich cen prowadzi do określenia wartości dyskonta z tytułu braku prawa do głosowania.
2) Podejście porównawcze opierające się na analizie danych dotyczących wybranej kategorii strumienia dochodu wycenianego podmiotu w sytuacji, gdy przepływy pieniężne są narażone na działanie określonego czynnika ryzyka oraz w warunkach, gdy nie ma on wpływu. Analityk identyfikuje różnice w przychodach, wydatkach oraz w nakładach inwestycyjnych, które pojawiają się w przypadku zidentyfikowania potrzeby zastosowania określonego dyskonta lub premii; następnie opracowuje projekcję przepływów dla dwóch wariantów – z uwzględnieniem dyskonta/premii oraz przy założeniu, iż analizowany czynnik ryzyka nie ma wpływu na wartość biznesu. Różnica stanowi szacunek wartości dyskonta lub premii. Na przykład, jeśli pojawia się ryzyko utraty kluczowej dla biznesu osoby, wówczas należy oszacować wartość przepływów przy założeniu niezmienionych warunków

[14] B.D. Nguyen, K.M. Nielsen, *The value of independent directors: Evidence from sudden deaths*, "Journal of Financial Economics" 2010, vol. 98, issue 3, s. 550–567.

[15] S.E. Bolten, Y. Wang, *The impact of management depth on valuation*, "Business Valuation Review", September 1997, s. 143–146.

[16] J.A. Larson, J.P. Wright, *Key person discount in small firms: Fact or Fiction?*, "Business Valuation Review", March 1996, s. 4–12; J.A. Larson, J.P. Wright, *Key person discount in small firms: Evidence from the 1990's?*, "Business Valuation Review", September 2001, s. 8–14.

[17] H. Gurgul, P. Majdosz, *Stock prices and resignation of members of the board: the case of Warsaw Stock Exchange*, "Managing Global Transitions" 2007, vol. 5 (2), s. 179–192.

[18] C.A. Jacobson, *Unit valuation*...

prowadzenia działalności, a następnie zaprognozować przepływy skorygowane o utracone korzyści wynikające z umiejętności, którymi dysponuje osoba kluczowa dla biznesu (mogą to być, przykładowo, kontakty z dostawcami, związki z klientami, lojalność pracowników, wyjątkowa wizja marketingowa, intuicja oraz zdolności, innowacyjne podejście do technologii, nadzwyczajne umiejętności zarządzania i przywództwa, a także możliwość zaciągania długów lub pozyskiwania nowych inwestorów).

3) Podejście oparte na analizie orzecznictwa sądowego dotyczącego podobnych przypadków – typowe dla rynku amerykańskiego. Sądy w USA, zarówno stanowe, jak i federalne, bardzo często rozstrzygają w sprawach, w których przedmiotem sporu jest między innymi wycena (jednocześnie dostęp do informacji na temat wyroków jest stosunkowo łatwy). Nawet jednak w warunkach amerykańskich jest to jedynie wskazówka dla innych wycen (na podstawie analizy wyroków można określić, jakie przedziały wartości są akceptowane przez sądy) ze względu na to, że przedmiot, data wyceny, poszukiwany rodzaj wartości, sposób wykorzystania raportu oraz regulacje określające procedury, zgodnie z którymi powinno nastąpić oszacowanie wartości przedsiębiorstwa, są zawsze specyficzne dla danego przypadku i okoliczności. W konsekwencji można szacować premię czy też dyskonto na podstawie wydanych wyroków sądowych jedynie w przypadkach, gdy zarówno przedmiot wyceny, jak i pozostałe okoliczności są identyczne.
4) Podejście, w którego ramach premia (lub dyskonto) jest szacowane na podstawie transakcji dotyczących spółek publicznych – polega ono na analizie średnich różnic cen lub wartości mnożników transakcyjnych w dwóch sytuacjach – w przypadku, gdy cena rynkowa powinna uwzględniać premię lub dyskonto, oraz w sytuacji, gdy nie mają one wpływu na cenę. W ten sposób są szacowane przede wszystkim: premia z tytułu kontroli/dyskonto, premia z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych (*control premium/minority discount*), dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej (*illiquidity discount*), dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*), dyskonto z tytułu braku prawa do głosowania (*discount for lack of voting rights*), premia wynikająca z uprzywilejowania co do prawa głosu przypadającego na jedną akcję (*premium for supervoting rights*), dyskonto z tytułu wielkości transakcji (*blockage discount*).

W niniejszej pracy zostało zastosowane czwarte podejście, którego cechą charakterystyczną jest to, iż otrzymany szacunek stanowi średnią z wielu transakcji. Informuje on o przeciętnym poziomie premii lub dyskonta, a jednocześnie jest podatny na wartości skrajne i nie odzwierciedla różnic pomiędzy poszczególnymi obserwacjami. Problemem w przypadku tego podejścia nie jest metoda sama w sobie, ale brak zrozumienia przez analityków – wykorzystujących wyniki tego typu badań do opracowywania raportów z wyceny – takich elementów procedur badawczych, jak:

- przyjęty proces doboru transakcji do próby badawczej,
- charakter transakcji uwzględnionych w badaniu (wielkość spółki, skala i cel transakcji),
- okres objęty badaniem.

Celem niniejszego opracowania jest przeprowadzenie analiz empirycznych oraz rozważań teoretycznych, które doprowadzą do zidentyfikowania i zmierzenia skali premii z tytułu kontroli (dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych) na rynku polskim, dlatego też w następnych częściach pracy skoncentrowano się właśnie na tym zagadnieniu.

1.2. Podstawowe definicje oraz standardy wartości w wycenie

Z praktycznego punktu widzenia proces wyceny powinien być postrzegany jako próba odpowiedzi na pytanie: jaka jest wartość danych aktywów (w tym przypadku przedsiębiorstwa lub jego części). Znaczenie terminu „wartość" powierzchownie wydaje się być oczywiste. Słownik Merriama-Webstera definiuje go następująco[19]:

1) godziwe wynagrodzenie lub ekwiwalent w postaci towarów i usług lub gotówki wypłacane w zamian za coś,
2) pieniężna wartość czegoś,
3) względna wartość, użyteczność lub znaczenie,
4) ilość czegoś wyrażona liczbowo, która została przypisana lub określona na podstawie obliczeń lub pomiaru,
5) coś (zasada lub przymiot) z istoty wartościowe lub godne pożądania.

W *Słowniku języka polskiego PWN* termin „wartość" wyjaśniony został w zbliżony sposób:

1) „to, ile coś jest warte pod względem materialnym,
2) cecha tego, co jest dobre pod jakimś względem,
3) posiadanie zalet,
4) zasady i przekonania będące podstawą przyjętych w danej społeczności norm etycznych,
5) liczba określająca, ile jednostek zawiera dana wielkość fizyczna lub wielkość mogąca zastąpić wyrażenie algebraiczne, jego zmienne"[20].

Przytoczone definicje świadczą, że „wartość" sama w sobie ma bardzo szerokie znaczenie i w zależności od kontekstu może oznaczać zupełnie coś innego. Wartość w przeciwieństwie do ceny i kosztu nie jest efektem transakcji i jej wskazanie nie zawsze oznacza oszacowanie ceny, przy której strony zawarłyby transakcję. J.C. Bon-

[19] Tłumaczenie własne za http://www.merriam-webster.com/dictionary/value?show=0&t=1336147369.
[20] http://sjp.pwn.pl/szukaj/wartość.

bright w pracy z 1937 roku podkreślał, że różnica pomiędzy wartością a kosztem sprowadza się do tego, iż pierwszy z terminów odnosi się do korzyści, które właściciel oczekuje otrzymać w efekcie posiadania określonego dobra, natomiast koszt oznacza rezygnację z czegoś w imię wejścia w posiadanie czegoś[21]. Innymi słowy, aby wejść w posiadanie określonej wartości w wielu przypadkach należy ponieść koszty, natomiast wartość niekoniecznie będzie im równa.

Potrzeba określenia wartości pojawia się nie tylko w przypadku takich zdarzeń jak sprzedaż czy też likwidacja, ale również może ona stanowić element strategicznego zarządzania biznesem. Stąd w sferze wyceny przedsiębiorstw – w zależności od przyjętych założeń – wartość może mieć inne znaczenie. Standard wartości jest niczym innym jak definicją rodzaju poszukiwanej wartości, czyli zestawem założeń dotyczących stron transakcji (hipotetycznej lub rzeczywistej) oraz warunków jej zawierania. Jest niezwykle istotne, aby w raporcie z wyceny jednoznacznie wskazać rodzaj poszukiwanej wartości, wynik wyceny może bowiem znacząco się różnić w zależności od przyjętego zestawu założeń dotyczącego cech, oczekiwań oraz rodzajów kupujących i sprzedających (to znaczy standardu). Przykładowo, w przypadku zapisów dotyczących warunków zbycia udziałów przez jednego ze wspólników (*buy-sell agreement*) przyjęcie zamiast wartości sprawiedliwej standardu sprawiedliwej wartości rynkowej – jako definicji wartości stanowiącej podstawę do rozliczeń między partnerami biznesowymi – implikuje, w przypadku pakietów udziałów niedających kontroli nad spółką, zastosowanie dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych w miejsce rozliczeń przeprowadzanych proporcjonalnie do udziału w strukturze kapitału. Należy również pamiętać, że standard wartości ma wpływ na dobór metod oraz czynniki, które należy uwzględnić w wycenie[22].

W warunkach gospodarki amerykańskiej do najczęściej wykorzystywanych w praktyce życia gospodarczego oraz najszerzej analizowanych w literaturze należą następujące standardy[23]:

- godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej (*fair market value*)[24],
- wartości inwestycji (*investment value*),
- wartości sprawiedliwej wyznaczanej w sytuacji sporów pomiędzy akcjonariuszami lub udziałowcami (*fair value for shareholder disputes*)[25],

[21] Przytoczone za: J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of value: theory and applications*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey 2007, s. 18.

[22] D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 51.

[23] S.P. Pratt, *Business valuation – discounts and premiums*, 2nd ed..., s. 10.

[24] Angielskie słowo *fair* jest przekładane na język polski zarazem jako sprawiedliwy, jak i godziwy. W publikacjach z zakresu wyceny przedsiębiorstw *fair market value* jest tłumaczona zarówno jako sprawiedliwa wartość rynkowa (D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*…, s. 29) oraz godziwa wartość rynkowa (W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Kraków 2008, s. 26).

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

- wartości godziwej wyznaczanej na potrzeby sprawozdawczości finansowej (*fair value for financial reporting*)[26].

W Polsce kwestie wyceny biznesowej nie zostały dotychczas uporządkowane. W przeciwieństwie do rynku amerykańskiego nie powstały jeszcze takie organizacje, jak: American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), American Society of Appraisers (ASA), The Institute of Business Appraisers (IBA) oraz National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), niemniej jednak poczyniono pierwsze kroki, by uregulować te kwestie. 11 kwietnia 2011 roku Rada Krajowa Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych przyjęła w drodze uchwały *Powszechne krajowe zasady wyceny (PKZW)*. W *Nocie interpretacyjnej nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw"* zdefiniowano[27]:

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

Godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa to w kulturze anglosaskiej obiektywna cena wymienna dobra lub usługi. Jej odpowiednik w *Nocie interpretacyjnej nr 5* stanowi **godziwa wartość rynkowa**, której definicja jest zbliżona do sformułowanej w standardzie ASA[28]: „to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię (godziwej) wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego". American Society of Appraisers dodatkowo precyzuje, iż kupujący i sprzedający muszą działać na warunkach handlowych, jakie byłyby wynegocjowane przez niezależne strony na otwartym, nieuregulowanym rynku. Analizując przytoczoną definicję, należy zwrócić uwagę na fakt, iż zarówno nabywca, jak i sprzedający powinni być typowymi i hipotetycznymi przedstawicielami obu stron transakcji, aby wyeliminować wpływ na cenę motywacji o charakterze indywidualnym lub też synergii specyficznych dla określonych nabywców. W koncepcji godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej zakłada się również uwzględ-

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

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

[28] American Society of Appraisers: Business Valuation Standards, wersja z listopada 2009 r., dostępna na stronie: http://www.appraisers.org/Libraries/BV_Discipline/2009_BV_Standards.sflb.ashx.

nienie w wycenie warunków rynkowych, jakie były w dniu wyceny, innymi słowy jest to najbardziej prawdopodobna (a nie najwyższa[29]) cena, przy której mogłaby zostać zawarta transakcja w danej koniunkturze gospodarczej (w dniu wyceny). Zgodnie ze standardem godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej określona spółka czy też aktywa muszą być wyceniane zgodnie ze stanem faktycznym, czyli przy uwzględnieniu cech struktury własności oraz łatwości, z jaką mogą być zamienione na gotówkę, innymi słowy – płynności. **Stąd, jeżeli w danym przypadku wyceniana jest godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa udziałów mniejszościowych, to należy przeprowadzić korektę uwzględniającą fakt braku kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku zaś udziałów pozwalających kontrolować przedsiębiorstwo należy w wycenie uwzględnić korzyści z tytułu kontroli, w których nie partycypują udziałowcy mniejszościowi.**

Podsumowując warto przytoczyć poglądy D. Lara dotyczące wyznaczania godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej[30]:

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

Pojęcie „godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa" pojawia się nie tylko w standardach organizacji promujących dobre praktyki w sferze wyceny przedsiębiorstw, ale również w przepisach ordynacji podatkowych. Definicja zawarta w amerykańskiej ordynacji podatkowej (Internal Revenue Service Revenue Ruling 59–60)[31] jest szersza niż propozycja ASA: „godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa to wartość, którą zainteresowany nabywca, indywidualny lub korporacyjny, jest skłonny zapłacić, a sprzedający skłonny zaakceptować, przy założeniu, że zarówno kupujący, jak i sprzedający nie działają pod przymusem i są w posiadaniu wszelkich informacji niezbędnych do podjęcia decyzji". W Polsce, w Ustawie z dnia 15 lutego 1992 r. o po-

[29] Należy jednak wspomnieć, że np. w Kanadzie, w przeciwieństwie do USA, przyjmowana jest najwyższa cena.
[30] S. Pratt, A.V. Niculita, *The lawyer's business valuation handbook*, American Bar Association, Chicago 2010, s. 4.
[31] Internal Revenue Service Revenue Ruling 59–60, 1959–1 CB 237 -- IRC Sec. 2031.

datku dochodowym od osób prawnych[32] również nie sprecyzowano charakteru stron oraz warunków zawierania transakcji. Wartość rynkowa rzeczy lub praw majątkowych w myśl art. 14, pkt 2 jest określana „na podstawie cen rynkowych stosowanych w obrocie rzeczami lub prawami tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem w szczególności ich stanu i stopnia zużycia oraz czasu i miejsca odpłatnego zbycia". Można więc przyjąć, że jest to potencjalna cena, przy której strony transakcji mogłyby dojść do porozumienia, przy danej koniunkturze gospodarczej w dniu wyceny oraz uwzględnieniu cech struktury własności i łatwości, z jaką dane aktywa mogą być zamienione na gotówkę. **Stąd należy uznać, że konieczne jest przeprowadzanie korekt wartości bazowej – w postaci premii z tytułu kontroli lub dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych – przy wycenie spółek jako całości lub pakietów akcji.**

Wartość inwestycji (w nazewnictwie związanym z wyceną przedsiębiorstw) oznacza wartość aktywów lub biznesu szacowaną z perspektywy określonego (obecnego lub przyszłego) właściciela. W rezultacie, w przypadku tej kategorii wartości, w wycenie znajdują odzwierciedlenie takie czynniki, jak wiedza, umiejętności, ryzyko oraz potencjał obecnego lub przyszłego właściciela[33]. W *Nocie interpretacyjnej nr 5* wyjaśniono to pojęcie następująco: „**wartość inwestycyjna** (*investment value*) – to wyrażona w pieniądzu lub w odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny". Wartość inwestycji tym się różni od godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej, która z definicji powinna być bezosobowa, że nie jest wyznaczana z punktu widzenia hipotetycznego i typowego, lecz określonego nabywcy lub sprzedawcy. W konsekwencji w wycenie powinna zostać uwzględniona wartość efektu synergii, za którą w określonych warunkach dany nabywca będzie skłonny zapłacić. Tak więc oprócz premii z tytułu kontroli w wycenie należy również wziąć pod uwagę premię z tytułu synergii. W niektórych przypadkach wartość inwestycji będzie obejmować również wartość dodaną wynikającą z integracji pionowej lub poziomej. Przykładowo, z punktu widzenia producenta mogą to być korzyści spowodowane przejęciem dystrybutora, w celu lepszego zarządzania kanałami dystrybucji. Z punktu widzenia innego podmiotu wartość inwestycji może odzwierciedlać korzyści powstałe na skutek przejęcia głównego konkurenta, czyli oszczędności wynikające ze wspólnego prowadzenia działalności oraz eliminacji konkurencji cenowej. W odniesieniu do osoby fizycznej wartość inwestycji będzie uwzględniać jej umiejętności, reputację oraz wiedzę. Należy jednak podkreślić, że w sytuacji, gdy możliwości i oczekiwania inwestora są zbieżne z typowymi dla rynku, wartość inwestycji będzie równa godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej[34]. Podsumowując, przy szacowaniu wartości inwestycji należy wziąć pod uwagę wiele zindywidualizowanych czynników, takich jak[35]:

---

[32] Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. 2011, nr 74, poz. 397.

[33] J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of value...*, s. 24.

[34] S.P. Pratt, A.V. Niculita, *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*, 5th ed., The McGraw-Hill Companies, Inc., New York 2008, s. 43.

[35] D. Laro, S.P. Pratt, *Business valuation and federal tax: procedures, law and perspective*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2011, s. 16.

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

W rezultacie, jeśli wartość inwestycji szacowana z punktu widzenia obecnego lub potencjalnego nabywcy różni się od godziwej (sprawiedliwej) wartości rynkowej, to znajduje to swoje uzasadnienie[36]:

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

Jeżeli w konsekwencji przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że w danym momencie wartość inwestycji dla obecnego właściciela znacząco przewyższa cenę rynkową (transakcyjną), racjonalne będzie wstrzymanie się ze sprzedażą do momentu aż pojawi się nabywca skłonny zapłacić cenę przewyższającą tę, przy której typowi nabywcy są skłonni przystąpić do transakcji[37].

W warunkach amerykańskich wartość inwestycji stanowi często przedmiot sporów sądowych w przypadku podziału majątku, gdzie przedmiotem wyceny jest tak zwana wartość właściciela[38], a nie wartość wymienna. Ogólnie należy przyjąć, że uwzględniając ten standard wartości, dane aktywo musi być wyceniane zgodnie ze stanem faktycznym, co więcej – z punktu widzenia określonego właściciela. Stąd, jeżeli w danym przypadku wyceniana **jest wartość inwestycji udziałów pozwalających kontrolować przedsiębiorstwo, należy w wycenie uwzględnić korzyści z tytułu kontroli**, w których nie partycypują udziałowcy mniejszościowi. Dodatkowo, jeśli w danej sytuacji pojawią się korzyści wynikające z połączenia działalności przejmowanej spółki z operacjami innych kontrolowanych przez danego inwestora podmiotów, należy również dodać tak zwaną premię synergiczną. Trzeba podkreślić, iż w każdym przypadku powinien również zostać poddany analizie kontekst danej sytuacji. Przykładowo, w przypadku wyceny udziału mniejszościowego w firmie rodzinnej może zostać odrzucona korekta z tytułu udziałów mniejszościowych w sytuacji, gdy przez przynależność do rodziny właściciel pakietu jest członkiem grupy kontrolującej.

[36] S.P. Pratt, A.V. Niculita, *Valuing a business*..., s. 43.

[37] Tamże.

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

Kategorią wartości, która często jest mylona z wartością inwestycji, jest **wartość wewnętrzna (fundamentalna)**. ASA definiuje ją jako[39]: „wartość, którą inwestor, w efekcie przeprowadzonych analiz lub na podstawie dostępnych mu informacji, postrzega jako prawdziwą lub realną i która jego zdaniem stanie się wartością rynkową wówczas, gdy pozostali inwestorzy dojdą do tych samych wniosków". W *Nocie interpretacyjnej nr 5* zdefiniowano natomiast wartość wewnętrzną bardziej precyzyjnie: „to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową". Wartość wewnętrzna tym się różni od wartości inwestycji, że odzwierciedla analityczną ocenę wartości danej spółki przeprowadzoną na podstawie subiektywnej interpretacji dostępnych na jej temat informacji. Ważną jej cechą jest to, że nie jest opracowywana z punktu widzenia określonego inwestora, a raczej stanowi odzwierciedlenie poglądów analityka sporządzającego raport na temat perspektyw określonego podmiotu[40]. Innymi słowy, nie jest pochodną możliwości inwestora, a kompetencji analityka. Wartość wewnętrzna nie jest definiowana w aktach prawych, termin ten wywodzi się z literatury i praktyki analizy fundamentalnej instrumentów finansowych. Analiza fundamentalna sprowadza się do oszacowania wartości wewnętrznej na podstawie skrupulatnej i szczegółowej analizy istotnych zmiennych, do których przede wszystkim zaliczane są oczekiwane dochody, a oprócz nich poziom wypłat dywidend, struktura kapitału, jakość zarządu itp.[41] W przypadku akcji notowanych na rynku publicznym wartość wewnętrzna staje się wartością rynkową wówczas, gdy inwestorzy zgodzą się z poglądami analityków, nabywając akcje danego przedsiębiorstwa[42]. B. Graham i D. Dodd definiują wartość wewnętrzną jako wartość stanowiącą konsekwencję, wypadkową aktywów znajdujących się w dyspozycji wycenianego podmiotu, dochodów, dywidend, perspektyw rozwoju oraz umiejętności zarządu[43]. Innymi słowy, zgodnie ze standardem wartości wewnętrznej dana spółka czy też określone aktywa muszą być wyceniane stosownie do stanu faktycznego, czyli na podstawie posiadanego potencjału do generowania dochodu. Niewątpliwie korzyści z tytułu kontroli jako takie stanowią rodzaj dochodu i mają charakter pieniężny. **Stąd, jeżeli w danym przypadku wyceniana jest wartość wewnętrzna udziałów mniejszościowych, to należy przeprowadzić korektę uwzględniającą fakt braku kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku zaś udziałów pozwalających kontrolować przedsiębiorstwo, należy uwzględnić w wycenie korzyści z tytułu kontroli, w których nie partycypują udziałowcy mniejszościowi.** Co się zaś tyczy premii z tytułu synergii, to ten rodzaj korekty powinien być pomijany w przypadku wyceny wartości wewnętrznej.

[39] American Society of Appraisers, Business Valuation Standards, wersja z listopada 2009 r., dostępna na stronie: http://www.appraisers.org/Libraries/BV_Discipline/2009_BV_Standards.sflb.ashx.

[40] S.P. Pratt, A.V. Niculita, *Valuing a business*..., s. 44.

[41] Zob. W.W. Cooper, Y. Ijiri, *Kohlers dictionary for accountants*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1983, s. 228.

[42] Zob. tamże, s. 285.

[43] Za: J.R. Hitchner, *Financial valuation, application and models*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2011, s. 34.