

DARIUSZ ZARZECKI

Uniwersytet Szczeciński

**KLUCZOWE WYZWANIA WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW,
WYCENA ZOBOWIĄZAŃ WARUNKOWYCH
I AKTYWÓW NIEOPERACYJNYCH**

Streszczenie

Artykuł jest poświęcony największym wyzwaniom stojącym przed wyceną przedsiębiorstw, ze szczególnym naciskiem na wycenę pasywów i aktywów warunkowych i aktywów nieoperacyjnych. Szczególnie duże trudności nastęrcza wycena pasywów i aktywów warunkowych, które w wielu przypadkach mogą stanowić znaczącą część wartości wycenianego podmiotu, jest oparta bowiem na subiektywnej ocenie dokonywanej przez analityka ds. wyceny. Aktywa operacyjne generują dochód operacyjny. Gdy strumień dochodu operacyjnego zostanie zdyskontowany odpowiednim kosztem kapitału, otrzymamy wartość dochodową aktywów operacyjnych podmiotu. Spółki mają jednak często znaczące nadwyżki środków pieniężnych i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu i udziałów w innych podmiotach oraz innych aktywów o charakterze nieoperacyjnym. Wartość takich aktywów powinna być dodawana do wartości aktywów operacyjnych, aby otrzymać całkowitą wartość firmy. Łączenie operacyjnych i nieoperacyjnych przepływów pieniężnych, a następnie ich dyskontowanie za pomocą tego samego kosztu kapitału jest typowym błędem spotykanym w praktyce wyceny przedsiębiorstw, szczególnie w krajach słabiej rozwiniętych. Rekomenduje się, aby oszacowania wartości poszczególnych aktywów nieoperacyjnych zostały dokonane oddzielnie, a uzyskane wyniki dodane do wartości operacyjnej, dając w efekcie całkowitą wartość spółki.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, wycena aktywów nieoperacyjnych, wycena pasywów i aktywów warunkowych.

Wprowadzenie

Potrzeba wyceny przedsiębiorstw w Polsce pojawiła się wraz ze zmianą systemu społeczno-politycznego w 1990 roku i wprowadzeniem reguł gospodarki rynkowej. Rozpoczęta wówczas prywatyzacja zakładała sprzedaż lub wydzierżawienie prywatnym inwestorom przedsiębiorstw państwowych obecnych wówczas we wszystkich dziedzinach gospodarki. Transakcje prywatyzacyjne były poprzedzone wyceną tych podmiotów w celu ustalenia ceny sprzedaży¹.

Po przejściu kilku fal prywatyzacji wycena przedsiębiorstw zaczęła odgrywać coraz większą rolę w odniesieniu do podmiotów prywatnych. Chodzi o transakcje kupna i sprzedaży firm oraz określonych pakietów ich akcji (udziałów), podnoszenie kapitału, fuzje i przejęcia, podziały firm i inne sytuacje, w których wycena jest wskazana, a niekiedy prawnie wymagana.

Angielski termin *business valuation* określa się jako akt, proces, czynność określania wartości przedsiębiorstwa lub kapitału własnego. W Polsce przyjęto określenie „wycena przedsiębiorstw”, które oznacza proces szacowania wartości kapitału własnego. Może to być wycena zarówno całości kapitału własnego, jak i określonego pakietu akcji/udziałów. W tym drugim przypadku mamy do czynienia z wyceną pakietów kontrolnych oraz wyceną pakietów mniejszościowych.

W Polsce wycena przedsiębiorstw nie jest prawnie uregulowana. Zakłada się, że regulatorem jest rynek i ogólnie przyjęte „dobre praktyki”. Są oczywiście dobre strony takiego rozwiązania (wolna konkurencja), aczkolwiek można również mówić o pewnych zagrożeniach, przejawiających się przede wszystkim w niskiej jakości wycen. Cierpi na tym wiarygodność uzyskiwanych wyników, a to może oznaczać podejmowanie nieracjonalnych, często po prostu błędnych decyzji². W związku z tym wprowadzenie pewnych standardów w tym zakresie wydaje się w pełni uzasadnione. Wypracowanie i wdrożenie do polskiej praktyki standardów wyceny przedsiębiorstw leży przede wszystkim w interesie użytkowników wycen, którzy mają prawo oczekiwać wiarygodnych, rzetelnych, zgodnych z najlepszą praktyką światową wycen. Tylko takie wyceny dają możliwość podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych.

¹ Problematyka wyceny przedsiębiorstw w Polsce jest poruszana w wielu pracach. Zob. np. Malinowska [2001], Mączyńska [2005], Jaki [2000], Mączyńska [1994], Borowiecki [1995].

² Błędy i uchybienia w wycenach przedsiębiorstw i ich konsekwencje są podnoszone w licznych opracowaniach. Zob. np. Panfil [2009] oraz Malinowska [2001].

Używając terminu „wycena przedsiębiorstw” najczęściej mamy na myśli szacowanie wartości kapitału własnego spółek kapitałowych. Jest to zgodne z logiką transakcji kupna–sprzedaży tego typu podmiotów, w których dochodzi do kupna/sprzedaży akcji/udziałów. Nabywca wszystkich akcji/udziałów nabywa prawa do aktywów spółki i równocześnie przejmuje jej zobowiązania. Patrząc na to od strony aktywów, szacujemy najpierw ich wartość, a następnie odejmujemy zobowiązania (pasywa obce), otrzymując w ten sposób wartość kapitału własnego.

Niektórzy mogą sądzić, że termin „wycena przedsiębiorstw” dotyczy wyłącznie szacowania wartości aktywów. W pewnym sensie mają rację, ponieważ termin „przedsiębiorstwo” (biznes) może być rozumiany jako suma kapitału obcego i własnego, czemu odpowiada wartość aktywów ogółem. Jednak tak rozumiana wartość dotyczy wyłącznie sytuacji, w której nabywca nabywa spółkę (lub jej część) wolną od zobowiązań, co dotyczy: 1) podmiotów niekorzystających z kapitału obcego oraz 2) sprzedaży całych przedsiębiorstw lub ich zorganizowanych części przez syndyków prowadzących procesy upadłościowe. W innych przypadkach mamy do czynienia z nabyciem aktywów wraz z pasywami obcymi, co dobrze opisuje termin „wartość biznesu netto”, tożsamy z wartością kapitału własnego.

1. Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw

Nie ulega wątpliwości, że wycena przedsiębiorstw jest zwykle złożona i skomplikowana. Aczkolwiek zarówno w teorii, jak i praktyce panuje ogólna zgodność co do stosowanych w wycenie przedsiębiorstw podejść i szczegółowych metod, jest jednak wiele kwestii, które nie znalazły jak dotąd jednoznacznego rozstrzygnięcia i są uważane za szczególnie trudne i kontrowersyjne. Nie są to oczywiście wszystkie problemy, a tylko te, które stanowią obecnie największe wyzwania dla teorii i praktyki wyceny przedsiębiorstw. Poniżej wskażemy najważniejsze z tych kwestii.

1. Liczba stosowanych metod służących do oszacowania wartości przedsiębiorstwa. Czy wartość ustala się na podstawie zastosowania jednego podejścia, uznanego w danych warunkach za najlepsze, czy za pomocą większej liczby podejść? W praktyce amerykańskiej dominuje pogląd, że należy wybrać jedną metodę, uznaną za podstawową (tzw. *primary method*), zastosowanie innych ograniczając do roli weryfikacyjno-potwierdzają-

cych (tzw. *sanity check*). Jest to również pytanie o zasadność stosowania tzw. metod mieszanych – które w zasadzie nie mają logicznej interpretacji, a w Polsce były i nadal bywają akceptowane jako pełnoprawne metody wyceny przedsiębiorstw³.

2. Wybór konkretnej metody szacowania kosztu kapitału własnego. Chodzi tu oczywiście o określenie sposobu oszacowania kosztu kapitału własnego w podejściu dochodowym, a więc do odpowiedzi na pytanie: które metody zapewniają najlepsze oszacowania tego kluczowego w wycenie parametru?⁴ Poszczególne metody prowadzą zwykle do uzyskania różnych wyników, które generują, *ceteris paribus*, odmienne szacunki wartości. Wybór metody szacowania kosztu kapitału własnego ma więc znaczenie fundamentalne. Ile wynosi premia z tytułu ryzyka? Oczywiście ostatnie pytanie dotyczy tych metod szacowania kosztu kapitału własnego, które w rachunku uwzględniają ten parametr. Z różnych badań wynika, że premia z tytułu ryzyka (tzw. *equity risk premium*) wynosi zwykle od 2% do 10%, przy czym przeważają premie w przedziale od 5% do 8%. Z zagadnieniem tym wiąże się wiele kwestii szczegółowych, takich jak sposób szacowania premii z tytułu ryzyka (np. na podstawie danych historycznych lub tzw. premia implikowana), a w przypadku najczęściej stosowanej premii obliczanej na podstawie danych historycznych również: 1) rodzaj zastosowanej stopy wolnej od ryzyka (bony, obligacje skarbowe o różnym okresie zapadalności); 2) rodzaj benchmarku odnoszącego się do rynku akcji (czyli rodzaj zastosowanego indeksu giełdowego); 3) okres przyjęty do obliczania premii; 4) sposób liczenia stóp zwrotu na potrzeby obliczania premii (średnia arytmetyczna lub geometryczna). Różne rozstrzygnięcia w powyższych kwestiach prowadzą najczęściej do uzyskiwania odmiennych wyników oszacowania premii z tytułu ryzyka, a w konsekwencji również kosztu kapitału i wartości przedsiębiorstwa [Zarzecki 2008a: 336–347; Szymański 2009: 231–242 oraz Zarzecki 2009a: 921–930].
3. Zasady i sposoby uwzględniania dyskonta z tytułu braku płynności. Chodzi tutaj o to, w jaki sposób uwzględnić różnice w wartości wynikające

³ Tzw. metody mieszane są szczególnie popularne w Niemczech. Zob. np. Matschke, Brosel [2011: 50–51, 241–253] oraz Helbling [1991: 110–143, 484–495].

⁴ Do najczęściej stosowanych metod szacowania kosztu kapitału własnego zalicza się: 1) Model CAPM; 2) Model APM; 3) Model DGM 4) Metodę DCF; 5) Model Famy–Frencha; 6) Model Butlera–Pinkertona; 7) Metodę składania. Zob. np. Zarzecki [2010: 36–40].

z nieobecności spółki na zorganizowanym rynku, czyli na giełdzie. Z licznych badań prowadzonych w USA wynika, że średnie dyskonto z tytułu braku płynności (*lack of liquidity* lub *lack of marketability*) mieści się w przedziale od 30% do 40 %. Jest to bardzo duża różnica w stosunku do wyceny spółek notowanych, co wskazuje na ogromne znaczenie prawidłowego oszacowania odpowiednich wskaźników dyskonta.

4. Zasady i sposoby uwzględniania premii z tytułu kontroli i dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych (czyli braku kontroli). Problem ten zawiera się w pytaniu: w jaki sposób i na jakiej podstawie, zachowując reguły obiektywizmu i rzetelności, określać poziom tzw. premii z tytułu kontroli i dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych? Kontrola wiąże się z licznymi korzyściami, w tym pieniężnymi i niepieniężnymi. Dlatego jest uzasadnione przypisywanie jej konkretnej wartości. Nie ma niestety jednoznacznych wskazań odnośnie do sposobu określania wysokości premii, a – co gorsze – nie ma nawet zgodności, czym dokładnie jest premia z tytułu kontroli [Zarzecki 2003: 33–44; Byrka-Kita 2009: 47–52].
5. Szacowanie ryzyka w wycenie małych firm. Ryzyko inwestycji w małe firmy rośnie wraz z malejącą kapitalizacją. Występuje więc ujemna korelacja pomiędzy kapitalizacją rynkową spółek a ryzykiem. Odchylenie standardowe dotyczące średniej stopy zwrotu w poszczególnych decyłach rośnie wraz ze zmniejszaniem się wielkości spółek. Wzrost ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym jest jednak proporcjonalnie większy niż wzrost średniej stopy zwrotu danego portfolio, co znajduje wyraz w rosnącym współczynniku zmienności.

Jest to tzw. efekt wielkości, który objawia się na kilka sposobów. Po pierwsze, wyższe ryzyko małych firm nie jest (w kontekście modelu CAPM) w pełni kompensowane wyższą stopą zwrotu. W CAPM jest wynagradzane tylko ryzyko systematyczne (tzw. ryzyko beta). Małe spółki mają stopy zwrotu wyższe od stóp wyznaczanych za pomocą modelu CAPM. Po drugie, występują różnice w autokorelacji kalendaryzowanych rocznych stóp zwrotu pomiędzy małymi a dużymi spółkami. Pozytywna autokorelacja może być indykatorem trendu i zostać w ten sposób wykorzystana do predykcji przyszłych zwrotów. W przypadku najmniejszych spółek autokorelacja jest największa. Po trzecie, „efekt wielkości” ma charakter sezonowy. Można powiedzieć, że współwystępuje z innymi tzw. anomaliami na rynku kapitałowym. Przykładowo

w styczniu małe spółki wykazują wyższe stopy zwrotu niż duże spółki w zdecydowanej większości okresów.

Premia z tytułu wielkości będąca odpowiedzią na ujawnienie tzw. efektu wielkości stała się obecnie ważnym składnikiem procesu wyceny. Sama potrzeba jej stosowania jest coraz rzadziej kwestionowana. Występuje jednak nadal wiele trudnych, złożonych i dotychczas nierozwiązanych problemów związanych z obliczaniem i stosowaniem tej premii [Zarzecki 2009b: 931–944].

6. Wycena wartości kadry. Wartość kadry lub – mówiąc bardziej precyzyjnie – wartość zgromadzonych i przeszkolonych zasobów pracy (*assembled and trained workforce*) jest niematerialnym aktywem w ramach kapitału ludzkiego, bardzo często identyfikowanym i wycenianym w trakcie fuzji i przejęć czy innych transakcji kupna–sprzedaży przedsiębiorstw. Zgromadzone zasoby pracy są najczęściej wyceniane za pomocą podejścia kosztowego poprzez oszacowanie kosztów rekrutacji i asymilacji pracowników. Teoretycznie wynagrodzenie pracowników jest określone według stawek rynkowych, pojawia się jednak korzyść wynikająca właśnie ze zgromadzenia, przeszkolenia i zorganizowania zasobów pracy. Gdy zasoby pracy zostaną już zgromadzone, aktywa te są często postrzegane jako samo odtwarzające się i dlatego traktuje się je jako aktywa o nieskończonym cyklu życia lub aktywa niezużywające się.

Wartość zgromadzonych zasobów pracy jest w wielu przypadkach ważnym składnikiem wartości biznesu branym pod uwagę w transakcjach kupna–sprzedaży przedsiębiorstw. Mimo ogólnej zgody co do znaczenia tego elementu w strukturze aktywów firmy występują różnice w podejściach i szczegółowych metodach szacowania jego wartości. Najczęściej stosowanym sposobem wyceny zgromadzonych zasobów pracy jest podejście kosztowe. Wyniki wyceny mogą być jednak bardzo zróżnicowane, w zależności od jakości wykorzystywanych informacji oraz przyjmowanych założeń [Zarzecki 2008b: 631–637].

7. Wycena aktywów niematerialnych. Dużym wyzwaniem jest w wielu przypadkach sama identyfikacja, a później wycena, różnych niematerialnych składników majątku przedsiębiorstw. Oprócz wspomnianej wyżej zgromadzonej i przeszkolonej kadry mogą to być takie aktywa niematerialne, jak znaki towarowe, wartość sieci, patenty, wzory użytkowe, receptury, prawa autorskie, prawa wydawnicze, prawa do użycia wizerunku, licen-

cje, koncesje, certyfikaty, programy komputerowe, bazy danych itp. Lista różnych aktywów niematerialnych, w wielu przypadkach niewystępujących w księgach firmy, może być bardzo długa. Sposoby wyceny tych aktywów często nastroczają poważnych trudności.

8. Wycena należności i zobowiązań warunkowych. W wycenie przedsiębiorstw coraz częściej pojawiają się pozycje, które można określić mianem zobowiązań i należności warunkowych (*contingent receivables and contingent liabilities*)⁵. Przykładowo, jeżeli w stosunku do wycenianej firmy z roszczeniem odszkodowawczym występuje inny podmiot, a wynik sporu nie jest przesądzony, mamy problem z oszacowaniem wpływu tej sytuacji na wartość kapitału własnego. Jest oczywiste, że firma obciążona takim roszczeniem będzie zwykle wyceniona niżej niż analogiczny podmiot wolny od takiego problemu, a różnica w wycenie będzie funkcją postrzeganej przez rynek wartości bieżącej roszczenia i przypisywanego temu zdarzeniu prawdopodobieństwa realizacji. Z drugiej strony firma występująca z uprawdopodobnionym roszczeniem wobec innego przedsiębiorstwa, instytucji, Skarbu Państwa, osoby fizycznej itp., będzie z kolei wyceniana wyżej niż analogiczny podmiot bez takiego roszczenia. Jeżeli pozytywne rozstrzygnięcie sporu zwiększy przepływy pieniężne netto firmy, to wzrośnie jej wartość. Rynek wycenia tego typu szanse na dodatkowy zarobek i w przypadku spraw spornych o dużej wartości może to być ważny składnik oczekiwanej i zrealizowanej przez inwestorów stopy zwrotu.

W przypadku firm, dla których sprawy sporne są typowym i nieodłącznym elementem prowadzenia biznesu, a rozstrzygnięcia mają względnie trwałe, powtarzalny rozkład, problem ten rozwiązuje się zwykle w sposób naturalny poprzez uwzględnianie statystyki przegranych/wygranych spraw bezpośrednio w prognozowanych przepływach pieniężnych. Natomiast w sytuacji niepowtarzalnych, trudnych w zakresie oceny prawdopodobieństwa sukcesu i stosunkowo znaczących wartościowo sporów, ryzyko wyceny istotnie wzrasta. Pomiar i wycena zobowiązań i należności warunkowych jest wtedy obiektywnie dużym wyzwaniem i poważnym czynnikiem ryzyka w procesie szacowania wartości przedsiębiorstw. Wzrasta bowiem niepewność, co wynika ze zwiększenia potencjalnej

⁵ Temat ten jest poruszany w literaturze, jednak nawet w znanych pracach z zakresu wyceny przedsiębiorstw poświęca się mu stosunkowo niewiele miejsca. Zob. np. Koller, Goedhardt, Wessels [2010: 279–284].

zmienności zwrotów i znajduje odzwierciedlenie w rzeczywistej zmienności cen (czyli realizowanych faktycznie zwrotów).

9. Wycena instrumentów pochodnych. Ostatni kryzys z ogromną siłą ukazał znane już wcześniej problemy związane z wyceną nabywanych i sprzedawanych (wystawianych) instrumentów pochodnych. Wiele z tych instrumentów jest bardzo złożonych i obiektywnie bardzo trudnych do wyceny. Śmiem nawet twierdzić, że niektóre z nich są praktycznie niemożliwe do wyceny. Przykładem tzw. transakcje CIRS, które polegają na zamianie strumienia płatności opartych na stawce procentowej w walucie A na strumień płatności opartych na uzgodnionej w momencie zawierania transakcji stawce procentowej w walucie B. Wycena wartości bieżącej takiego instrumentu opiera się na tak wielu subiektywnych założeniach, że uzyskany wynik trudno uznać za wiarygodny. Dodatkowym problemem jest wspomniana wyżej złożoność tych instrumentów i stosunkowo słaba znajomość metod szacowania ich wartości wśród analityków zajmujących się wyceną przedsiębiorstw. Szczególne problemy wiążą się oczywiście z instrumentami pochodnymi wystawianymi (sprzedawanymi) przez wyceniane podmioty. Potencjalny wpływ na przepływy pieniężne jest tutaj bardzo znaczący, często wręcz dramatyczny. Oznacza to, że podmioty-wystawcy ryzykownych instrumentów pochodnych narażają się na dodatkowe, często bardzo wysokie i nieuzasadnione potrzebami prowadzonej działalności ryzyko. Odrębną i jednocześnie ciekawą kwestią, stosunkowo rzadko podnoszoną w literaturze, jest wpływ takich praktyk na koszt kapitału firm. Przykłady spóźnionych reakcji agencji ratingowych na ujawnione problemy spółek uwikłanych w transakcje opcyjnie w USA i innych krajach rozwiniętych mogą wskazywać, że zarówno inwestorzy, jak i kierownictwo tych firm nie zdecydowali się na korektę w górę kosztu kapitału własnego stosownie do zwiększonego ryzyka. Modne w ostatniej dekadzie instrumenty pochodne stały się w wielu przypadkach narzędziem beztroskiego hazardu, zamiast pełnić przypisane im oryginalnie funkcje ograniczania ryzyka (*hedging*).

Instrumenty pochodne (derywaty – *derivatives*) wystawiane przez firmy – o ile narażają podmiot na ryzyko powstania zobowiązań – spełniają całkowicie definicję wspomnianych wcześniej zobowiązań warunkowych i rodzą te same problemy, które wiążą się z wyceną zobowiązań tego typu.

10. Wycena aktywów nieoperacyjnych. Potencjalne problemy i pułapki mogą wynikać z posiadania przez wyceniany podmiot akcji/udziałów w innych podmiotach oraz innych aktywów nieoperacyjnych. Jest oczywiste, że aby rzetelnie oszacować wartość przedsiębiorstwa dysponującego papierami wartościowymi innych podmiotów, należy te aktywa wycenić. Jest to rutynowa procedura w przypadku funduszy inwestycyjnych, których głównymi składnikami są akcje/udziały w innych podmiotach. Jednak w praktyce, szczególnie w odniesieniu do przedsiębiorstw produkcyjnych czy usługowych, akcje/udziały w innych podmiotach są często wyceniane w sposób uproszczony, zwykle według wartości księgowych. Może to prowadzić do kardynalnych błędów o bardzo poważnych konsekwencjach. Co gorsza, nawet świadomość potrzeby i autentyczna wola dokonania takiej wyceny mogą nie być wystarczające, ponieważ w przypadku udziałów mniejszościowych podmiot, który chcielibyśmy wycenić, może nie być skłonny do współpracy dającej podstawy do rzetelnej wyceny. Sprawa komplikuje się jeszcze bardziej, gdy firma, której udziały (akcje) wyceniamy, ma udziały (akcje) w innych spółkach. Może się więc okazać, że łatwa z pozoru wycena będzie wyjątkowo pracochłonnym, trudnym i obciążonym dużym ryzykiem zadaniem.

Firmy dysponują często innymi aktywami o charakterze nieoperacyjnym, np. nadwyżką środków pieniężnych czy papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu, niewykorzystanymi w bieżącej działalności operacyjnej aktywami trwałymi i obrotowymi. Pozycje te powinny być wycenione oddzielnie, a w przypadku wyceny dochodowej wykazane w osobnej pozycji i dodane do wyniku uzyskanego za pomocą określonej metody dochodowej.

2. Wycena aktywów nieoperacyjnych

Termin „aktywa nieoperacyjne” jest używany w kilku znaczeniach. W węższym znaczeniu będą to aktywa niezwiązane z prowadzoną działalnością operacyjną. Może to być np. nieruchomości traktowana jako opcja do wejścia w nowe projekty czy zakup przez spółkę produkcyjną akcji innej firmy w oczekiwaniu na wzrost ceny i zysk kapitałowy. W szerszym znaczeniu „aktywa nieoperacyjne”,

zwane niekiedy „aktywami niepracującymi”⁶, to nie tylko majątek niezwiązany z podstawową działalnością, lecz także nadmierne zdolności produkcyjne, źle wykorzystane nieruchomości, zbyt kosztowne urządzenia i maszyny w stosunku do rodzaju wytwarzanej produkcji, zbyt kosztowna lokalizacja przedsiębiorstwa, zbyt duży budynek administracyjny lub o nadmiernie wysokim standardzie, nadmierne zapasy, nadmierne należności [Helbling 1991: 58]. Oprócz majątku z założenia niewykorzystywanego w podstawowej działalności, ale traktowanego jako wartościowe zasoby, mamy więc także majątek, który może być uznany jako: 1) całkowicie zbędny dla generowania dochodów i dający się wydzielić z ogólnej substancji majątkowej (np. działki gruntu, budynki biurowe, hale fabryczne, magazyny, niewykorzystywane maszyny, które dadzą się wymontować, a także domy wczasowe, mieszkalne oraz udziały w innych podmiotach – o ile nie są związane z podstawową działalnością lub nie mają charakteru inwestycji zarobkowej); 2) nadmierny w stosunku do zakresu prowadzonej działalności, ale nie dający się wydzielić pod względem techniczno-organizacyjnym (np. instalacje wodno-ściekowe, kable energetyczne, kotłownie, oczyszczalnie ścieków – o zdolności obsługi znacznie większych potrzeb niż obecnie; w grupie tej mieszczą się także hale produkcyjne i magazyny o parametrach większych niż aktualne wymagania produkcyjne); 3) nieefektywnie wykorzystywany (chodzi tu o obiekty generujące dochody, ale wykorzystywane nieefektywnie, np. prowadzenie produkcji w budynkach usytuowanych w śródmieściu czy bardzo słabo wykorzystane powierzchnie magazynowe, produkcyjne itp.) [Malinowska 2001: 276–277].

Jest oczywiste, że z uwagi na szczególny charakter „aktywów niepracujących” powinny być wydzielane i wyceniane oddzielnie. Dotyczy to w szczególności aktywów nieoperacyjnych traktowanych jako cenne zasoby (inwestycje) do przyszłego wykorzystania oraz majątku całkowicie zbędnego. Identyfikacja tych aktywów i ich wydzielenie dla analityków zewnętrznych wyceniających konkretny podmiot jest bardzo trudne, a często wręcz niemożliwe, o ile nie zostaną ujawnione w odpowiednich materiałach źródłowych firmy. Z tego względu rzetelna wycena przedsiębiorstwa bez dostępu do informacji z wewnątrz firmy nie jest możliwa.

⁶ Takiego określenia używa np. Malinowska [2001]. W literaturze amerykańskiej używa się terminów „nadwyżka nieruchomości” (*excess real estate*), „niewykorzystywane aktywa” (*unutilized assets*), „słabo wykorzystane aktywa” (*underutilized assets*), „niewykorzystywane aktywa operacyjne” (*unutilized operating assets*). Zob. Koller, Goedhardt, Wessels [2010: 275].

Sprawa jest jeszcze bardziej skomplikowana w przypadku aktywów nadmiernych w stosunku do zakresu prowadzonej działalności oraz nieefektywnie wykorzystywanych. Jeżeli nadwyżka majątku lub skala obecnej nieefektywności będą stopniowo niwelowane wraz z rozwojem firmy, to oddzielna wycena takich aktywów nie jest uzasadniona – chyba że planuje się w nieodległej przyszłości sprzedaż takich aktywów. W przeciwnym wypadku można oczekiwać, że zakładany w projekcjach finansowych rozwój firmy znajdzie również odzwierciedlenie w lepszym wykorzystaniu aktywów, co przejawia się m.in. w niższych niż standardowo nakładach na inwestycje w majątek trwały czy kapitał pracujący.

Problem wyceny aktywów nieoperacyjnych ujawnia się często w kontekście wyceny przedsiębiorstw państwowych i spółek Skarbu Państwa w związku z ich zamierzoną prywatyzacją. Okazuje się, że w bardzo wielu przypadkach aktywa te nie były wyceniane oddzielnie i dodawane do wartości aktywów operacyjnych, co prowadziło do znaczącego, a nierzadko wręcz drastycznego obniżenia szacowanej wartości kapitału własnego. Takie sytuacje mogą uzasadniać głoszony niekiedy pogląd o potrzebie wcześniejszego wydzielenia aktywów nieoperacyjnych i ich osobnym zbywaniu. Nie jest to jednak postulat równoznaczny z rekomendacją wstrzymania prywatyzacji. Można zaryzykować tezę, że problemy z wyceną wielu podmiotów państwowych wynikające m.in. z niewłaściwego potraktowania aktywów nieoperacyjnych były jedną z przyczyn spowolnienia prywatyzacji w Polsce i obaw urzędników MSP przed podejmowaniem szybkich i zdecydowanych decyzji prywatyzacyjnych.

3. Wycena pasywów i aktywów warunkowych

Zobowiązanie warunkowe to niepewne przyszłe zdarzenie, które może spowodować zwiększenie bilansowego stanu zobowiązań. Jeżeli konkretne zdarzenie wystąpi, to firma będzie zobowiązana do zapłacenia określonej (możliwe, że niepewnej co do wysokości) kwoty pieniężnej. W międzyczasie, do momentu wystąpienia zdarzenia, nie ma obowiązku płatności – jest jedynie odległe prawdopodobieństwo (możliwość) wystąpienia zobowiązania. O ile dobrym sposobem zabezpieczenia się przed zobowiązaniami warunkowymi są klasyczne polisy ubezpieczeniowe, o tyle firmy mogą być niestety często narażone na nieprzyjemne i niechciane niespodzianki. Klasycznymi przykładami zobowiązań warunkowych są wspomniane wcześniej sprawy sporne, które mogą znajdować się w różnym

stadium, a także poręczenia i gwarancje czy potencjalne zobowiązania wynikające ze zmian w prawodawstwie (np. w zakresie ochrony środowiska, prawa pracy itp.).

Aktywa warunkowe to „potencjalne aktywa”, które wywodzą się ze zdarzeń dokonanych w przeszłości i których istnienie będzie potwierdzone wyłączenie w przypadku wystąpienia bądź niewystąpienia jednego lub więcej przyszłych niepewnych zdarzeń niebędących pod całkowitą kontrolą jednostki. Przykładem warunkowego aktywa jest umowa udziału w zyskach/przychodach zbywanej firmy zawierana przez sprzedawcę (*earn out agreements*). Taka umowa może przynosić sprzedającemu dochody zależne od dochodów/przychodów osiąganych przez nowego właściciela.

W przypadku firm, dla których sprawy sporne są typowym i nieodłącznym elementem prowadzenia biznesu, a rozstrzygnięcia mają względnie trwałe, powtarzalny rozkład, problem ten rozwiązuje się zwykle w sposób naturalny poprzez uwzględnianie statystyki przegranych/wygranych spraw bezpośrednio w prognozowanych przepływach pieniężnych. Natomiast w sytuacji niepowtarzalnych, trudnych w zakresie oceny prawdopodobieństwa sukcesu i stosunkowo znaczących wartościowo sporów ryzyko wyceny istotnie wzrasta. Pomiar i wycena zobowiązań i należności warunkowych jest wtedy obiektywnie dużym wyzwaniem i poważnym czynnikiem ryzyka w procesie szacowania wartości przedsiębiorstw. Wzrasta bowiem niepewność, co wynika ze zwiększenia potencjalnej zmienności zwrotów i znajduje odzwierciedlenie w rzeczywistej zmienności cen (czyli realizowanych faktycznie zwrotów).

Podsumowanie

Panuje duża zgodność poglądów, że wycena przedsiębiorstw jest bardzo złożona i skomplikowana. Zarówno w teorii, jak i praktyce nie ma większych kontrowersji co do stosowanych w wycenie przedsiębiorstw podejść i szczegółowych metod, jest jednak wiele kwestii, które nie znalazły jak dotąd jednoznacznego rozstrzygnięcia i są uważane za szczególnie trudne i niejednoznaczne. W artykule zasygnalizowano najważniejsze z nich. Szczególnie duże trudności nastrocza wycena pasywów i aktywów warunkowych, które w wielu przypadkach mogą stanowić znaczącą część wartości wycenianego podmiotu, a sama wycena jest zwykle oparta na subiektywnej opinii dokonywanej przez analityka ds. wyceny. Aktywa operacyjne generują dochód operacyjny. Gdy strumień dochodu opera-

cyjnego zostanie zdyskontowany odpowiednim kosztem kapitału, otrzymamy wartość dochodową aktywów operacyjnych podmiotu. Spółki mają jednak często znaczące nadwyżki środków pieniężnych i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu, jak i udziałów w innych podmiotach oraz innych aktywów o charakterze nieoperacyjnym. Wartość takich aktywów powinna być dodawana do wartości aktywów operacyjnych, aby otrzymać całkowitą wartość firmy. Łączenie operacyjnych i nieoperacyjnych przepływów pieniężnych, a następnie ich dyskontowanie za pomocą tego samego kosztu kapitału jest typowym błędem spotykanym w praktyce wyceny przedsiębiorstw, szczególnie w krajach słabiej rozwiniętych. Rekomenduje się, aby oszacowania wartości poszczególnych aktywów nieoperacyjnych zostały dokonane oddzielnie, a uzyskane wyniki dodane do wartości operacyjnej, dając w efekcie całkowitą wartość spółki.

Rodzaj aktywów nieoperacyjnych wpływa na sposób ich ujmowania w wycenie. Decydujący jest związek tych aktywów z aktualną i przyszłą działalnością firmy, a więc przyjęty sposób ich zagospodarowania (zatrzymanie jako rezerwa kapitałowa, opcja rzeczywista dotycząca przyszłych projektów, rezerwa mocy produkcyjnych do wykorzystania w przyszłości, sprzedaż/wynajem aktywów, poprawa gospodarki zapasami itp.).

Nieuwzględnienie w wycenie bądź niewłaściwy sposób ujęcia pasywów i aktywów warunkowych oraz aktywów nieoperacyjnych może spowodować bardzo poważne błędy w oszacowanej wartości przedsiębiorstwa, co w konsekwencji może doprowadzić do nieuzasadnionego, niekorzystnego dla jednej ze stron transferu wartości.

Literatura

- Borowiecki R. (red.) [1995], *Metody wyceny przedsiębiorstw i przykłady ich zastosowania*, Twigger, Warszawa.
- Byrka-Kita K. [2009], *Dylematy szacowania premii z tytułu kontroli*, w: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Helbling C. [1991], *Unternehmensbewertung und Steuern*, IdW-Verlag, Düsseldorf.
- Jaki A. [2000], *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Zakamycze, Kraków.
- Koller T., Goedhardt M., Wessels D. [2010], *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Malinowska U. [2001], *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa.

- Matschke M.J., Brosel G. [2011], *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Mączyńska E. [1994], *Metody wyceny wartości przedsiębiorstw i składników ich majątku*, Międzynarodowa Szkoła Menedżerów, Warszawa 1994.
- Mączyńska E. [2005], *Wycena przedsiębiorstw. Zasady, procedury, metody*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005.
- Panfil M. [2009], *Błędy i kontrowersje dotyczące wycen przedsiębiorstw państwowych. Analiza porównawcza wybranych raportów pokontrolnych Najwyższej Izby Kontroli*, w: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Szymański P. [2009], *Zerowa historyczna premia za ryzyko rynkowe w modelu CAPM*, w: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Zarzecki D. [2003], *O szacowaniu wartości udziałów mniejszościowych i udziałów kontrolnych*, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 4, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock.
- Zarzecki D. [2008a], *Premia z tytułu ryzyka – wyzwania dla teorii i praktyki*, w: *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 9*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Zarzecki D. [2008b], *Wybrane problemy szacowania wartości kadry (kapitału ludzkiego)*, w: B. Bernaś (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław.
- Zarzecki D. [2009a], *Dylematy szacowania premii z tytułu ryzyka*, w: B. Bernaś (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław.
- Zarzecki D. [2009b], *Premia z tytułu wielkości w wycenie przedsiębiorstw*, w: B. Bernaś (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław.
- Zarzecki D. [2010], *Użyteczność metody składania w szacowaniu kosztu kapitału własnego*. „Przegląd Organizacji”, nr 2.

KEY BUSINESS VALUATION CHALLENGES, VALUATION OF NON-OPERATING ASSETS, AND CONTINGENT LIABILITIES

Summary

The paper deals with the biggest challenges in business valuation, with special emphasis on valuing contingent liabilities and assets, and non-operating assets. Valuation of contingent liabilities and assets, which in some cases may account for a substantial part of the total value of a firm, is extremely difficult as assessing probabilities of cash flows associated with such items is based on a subjective judgment by a valuator. Operating assets generate the operating income. When we discount the stream of the operating income by the appropriate cost of capital, we have an income value of the operating assets of the entity. Companies, however, often possess considerable surplus of cash and marketable securities, as well as shares in other firms and other non-operating assets. The value of these assets ought to be added to the value of the operating assets to arrive at total firm value. Mixing operating and non-operating cash flows and discounting them by the same cost of capital is a common mistake observed in the business valuation practice, especially in less developed countries. It is recommended that the estimated value of each non-operating asset should be appraised separately and the resulting values added to the income value of operations to arrive at enterprise value.

Keywords: company valuation, valuation of non-operating assets, the valuation of assets and liabilities acquired

Translated by Dariusz Zarzecki