

# Wycena spółek w świetle kodeksu spółek handlowych. Wybrane zagadnienia

Paweł Cygański\*

**Streszczenie:** Artykuł ma na celu przybliżenie tematu wyceny spółek w kontekście regulacji kodeksu spółek handlowych. Zagadnienie wyceny pojawia w artykułach kodeksu spółek handlowych regulujących funkcjonowanie spółek jawnych, spółek z ograniczonych odpowiedzialnością, spółek akcyjnych oraz opisujących procesy połączeń i podziałów spółek. Wycena spółek staje się coraz bardziej ważnym zagadnieniem dla obrotu gospodarczego w Polsce i jej regulacje kodeksowe powinny stać się przedmiotem wnikliwej i krytycznej analizy.

**Słowa kluczowe:** wycena spółek, kodeks spółek handlowych

## Wprowadzenie

Kodeks spółek handlowych (Ustawa 2000) odnosi się w wielu miejscach do zagadnienia wyceny spółek – zagadnienia bardzo istotnego z punktu widzenia obrotu gospodarczego. Temat wyceny pojawia się bezpośrednio i pośrednio przy następujących regulacjach prawnych kodeksu spółek handlowych (dalej „ksh”):

1. Spółka jawna
  - wystąpienie wspólnika (Ustawa 2000, art. 61–65).
2. Spółka z o.o.
  - wniesienie wkładów niepieniężnych (Ustawa 2000, art. 175),
  - wyłączenie wspólnika (Ustawa 2000, art. 266),
  - likwidacja spółki (Ustawa 2000, art. 281).
3. Spółka akcyjna
  - wniesienie wkładów niepieniężnych (Ustawa 2000, art. 311–312, art. 430–431),
  - finansowanie przez spółkę nabycia lub objęcia akcji emitowanych przez nią (Ustawa 2000, art. 345),
  - istotna zmiana przedmiotu działalności (Ustawa 2000, art. 416–417),
  - wykup przymusowy (Ustawa 2000, art. 418),
  - likwidacja spółki (Ustawa 2000, art. 467).

---

\* mgr Paweł Cygański, członek American Society of Appraisers, Cann Advisory Sp. z o.o.; e-mail: p.cyganski@cann.pl.

4. Łączenie się spółek (Ustawa 2000, art. 492–505).

5. Podział spółek (Ustawa 2000, art. 529–541).

Niniejszy artykuł, biorąc pod uwagę obszerność zagadnienia, analizuje jedynie wybrane odniesienia do wyceny spółek zawarte w ksh (Ustawa 2000).

## 1. Wystąpienie wspólnika ze spółki jawnej

Pierwszym miejscem w ksh odnoszącym się do wyceny spółek jest zagadnienie wystąpienie wspólnika ze spółki jawnej. Zgodnie z art. 61 §1 ksh (Ustawa 2000), jeżeli spółkę zawarto na czas nieoznaczony, wspólnik może wypowiedzieć umowę spółki na sześć miesięcy przed końcem roku obrotowego. Czyli, jeżeli rok obrotowy pokrywa się z rokiem kalendarzowym, wspólnik powinien wypowiedzieć umowę do 30 czerwca; jeżeli się spóźni, to faktycznie jego wypowiedzenie będzie skutkowało wyjściem ze spółki na koniec roku następnego.

Warto zauważyć, że poza wypowiedzeniem umowy spółki przez wspólnika może zajść sytuacja wyłączenia wspólnika z uwagi na ważny powód, o czym stanowi art. 63 § 2 (Ustawa 2000). Mówi on, że sąd może na wniosek pozostałych wspólników orzec o wyłączeniu jednego ze wspólników ze spółki.

Art. 65 § 1 ksh (Ustawa 2000) stanowi, że w przypadku wystąpienia wspólnika ze spółki wartość udziału kapitałowego wspólnika (albo jego spadkobiercy) oznacza się na podstawie osobnego bilansu, uwzględniającego wartość zbywcą majątku spółki, zaś zgodnie z § 2 jako dzień bilansowy przyjąć należy:

- w przypadku wypowiedzenia – ostatni dzień roku obrotowego, w którym upłynął termin wypowiedzenia,
- w przypadku śmierci wspólnika lub ogłoszenia upadłości – dzień śmierci albo dzień ogłoszenia upadłości,
- w przypadku wyłączenia wspólnika na mocy prawomocnego orzeczenia sądu – dzień wniesienia pozwu.

Czyli, na określony dzień należy przygotować bilans spółki, będący podstawą oszacowania udziału kapitałowego. I tak w przypadku gdy wspólnik wypowiada umowę spółki w dniu 29 czerwca 20X1 r. zaś rok obrotowy pokrywa się z rokiem kalendarzowym to dniem bilansowym jest dzień 31 grudnia 20X1 r., zaś gdy wspólnik spóźni się i wypowie umowę 2 lipca 20X1, to dniem bilansowym jest 31 grudnia 20X2 r.

Inaczej jest w przypadku wyłączenia wspólnika z uwagi na ważny powód, o czym mówi art. 63 § 2 (Ustawa 2000) – w tym przypadku dniem bilansowym jest dzień wniesienia pozwu. Tu warto zauważyć, że wydanie prawomocnego orzeczenia sądu o wyłączeniu wspólnika może mieć miejsce po dłuższym okresie od dnia złożenia pozwu. W konsekwencji, przy składaniu pozwu o wyłączeniu wspólnika, warto dla własnego komfortu i bezpieczeństwa przygotować odpowiedni bilans na dzień złożenia pozwu.

W bilansie będącym podstawą oznaczenia udziału kapitałowego aktywa i zobowiązania powinny być rozpoznane po „wartości zbywczej”, nie zaś zgodnie z prowadzoną przez spółkę polityką rachunkowości. Co to jest „wartość zbywczą”? Ustawodawca nie definiuje tego terminu, ale rozsądnie należy przyjąć, że termin ten powinien być utożsamiany z wartością godziwą (rynkową). Czyli np. grunty winny być rozpoznane nie po koszcie historycznym, ale po wartości rynkowej. W sposób oczywisty ustawodawca mówiąc o sporządzeniu bilansu rekomenduje podejście majątkowe wyceny udziału kapitałowego wspólnika występującego – metodę skorygowanych aktywów netto. Oznacza to, że podejście porównawcze (rynkowe) czy też podejście dochodowe nie jest właściwe dla wyceny wartości udziału kapitałowego występującego (czy też wyłączanego) wspólnika.

W sytuacji, dużej rentowności spółki jawnej takie rekomendowane podejście może wydawać się, jako zaniżające wartość spółki jawnej, krzywdzące dla wspólnika występującego (lub wyłączanego). Pytanie dlaczego ustawodawca tak postanowił? Wydaje się, że stanowisko ustawodawcy jest wynikiem charakteru osobowego spółki. Przy relatywnie wysokim udziale kapitałowym wspólnika występującego (np. 40%), nawet pokrycie wartości jego udziału kapitałowego według wartości aktywów netto (skorygowanych do wartości zbywczych czyli godziwych) może być istotnym obciążeniem dla wspólników pozostających w spółce i w konsekwencji dla samej spółki. W hipotetycznym przypadku przyjęcie wartości godziwej spółki jako podstawy rozliczenia między wspólnikami, przy wartości godziwej całej spółki jawnej oszacowanej na podstawie podejścia dochodowego na poziomie trzykrotności aktywów netto, wartość udziału wspólnika występującego może być nie do udźwignięcia dla wspólników pozostających i prowadzić, paradoksalnie, do zakończenia bytu gospodarczego dochodowego podmiotu. Przykładowo, przy aktywach netto skorygowanych do wartości zbywczych na poziomie 3 mln zł i przy wartości godziwej całej spółki wynikającej z podejścia dochodowego na poziomie 9 mln zł, 40% udział wspólnika występującego wynosiłby 3,6 mln zł ( $40\% \times 9$  mln wartość spółki). W takiej sytuacji żądanie pokrycia tego udziału przez wspólników faktycznie dysponujących 1,8 mln zł majątku ( $60\% \times 3$  mln aktywów netto) mogłoby spowodować upadłość samej spółki jawnej.

Wydaje się, że ustawodawca, odnosząc się do metody skorygowanych aktywów netto jako podstawy rozliczenia, uznał dalsze funkcjonowanie spółki jawnej jako ważniejsze (bardziej społecznie pożądane) niż bardziej sprawiedliwy sposób rozliczenia pomiędzy wspólnikami. Można też alternatywnie domniemywać, że ustawodawca odwołując się do skorygowanych aktywów netto zamiast do podejścia dochodowego chciał uniknąć problemu pewnego poziomu uznaniowości nierozzerwalnie związanego z podejściem dochodowym. Warto zauważyć, że w przypadku spółki jawnej o niskim poziomie rentowności rozliczenie ze wspólnikiem występującym na bazie wartości aktywów netto może stanowić duży problem finansowy dla pozostających wspólników i powodować duże perturbacje w funkcjonowaniu samej spółki. W takiej sytuacji bowiem, przyszłe zyski w małym stopniu umożliwią spłatę w ratach udziału wspólnika występującego i spółka będzie zmuszona do wyprzedzaży części swojego majątku, co może negatywnie wpłynąć na jej funkcjonowanie.

Wracając do metody skorygowanych aktywów netto jako podstawy rozliczenia wspólnika występującego, warto zauważyć, że w metodzie tej występuje kilka kontrowersyjnych (lub uznaniowych) zagadnień. Do najważniejszych zaliczyłbym:

- ujawnienie wartości niematerialnych wcześniej nierozpoznanych w bilansie (w szczególności znaku firmowego oraz znaków towarowych produktowych),
- traktowanie struktur holdingowych (praktycznie mały problem przy spółkach jawnych),
- podejście do środków trwałych faktycznie nie posiadających wartości godziwej (rynkowej),
- środki trwale w leasingu operacyjnym,
- wycena produkcji w toku i wyrobów gotowych,
- podatek odroczony.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na zagadnienie podatku odroczonego. Spółka jawna nie jest płatnikiem podatku dochodowego. W konsekwencji, rozpoznanie rezerwy (czy też aktywa) na podatek dochodowy dotyczący różnicy pomiędzy wartością zbywcą a wartością księgową aktywów nie jest właściwe. Kończąc analizowanie zagadnienia wyceny dla spółki jawnej warto dodać, że generalnie zasady przedstawione powyżej mają też zastosowanie do sytuacji wypowiedzenia udziału wspólnika w spółce cywilnej, o czym mówią artykuły 869–871 kodeksu cywilnego (Ustawa 1964).

## **2. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością**

Dla spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w ksh możemy znaleźć trzy odniesienia do wyceny (Ustawa 2000):

- wniesienie wkładów niepieniężnych,
- wyłączenie wspólnika,
- likwidacja spółki.

Artykuł 175 § 1 ksh (Ustawa 2000) stanowi, że jeżeli wartość wkładów niepieniężnych została znacznie zawyżona w stosunku do ich wartości zbywczej w dniu zawarcia umowy spółki, wspólnik, który wniósł taki wkład oraz członkowie zarządu, którzy wiedząc o tym zgłosili spółkę do rejestru, obowiązani są solidarnie wyrównać spółce brakującą wartość. Co więcej, § 2 tego artykułu mówi, że od obowiązku określonego w § 1 wspólnik oraz członkowie zarządu nie mogą być zwolnieni. Generalnie, artykuł ten odnosi się do sytuacji gdy do spółki z o.o. (przy jej założeniu) wnosimy wkłady niepieniężne w postaci: nieruchomości, maszyn i urządzeń, ale też i akcji, udziałów, zorganizowanych części przedsiębiorstw (lub całych przedsiębiorstw) oraz wartości niematerialnych i prawnych. Podobnie jak przy wystąpieniu wspólnika ze spółki jawnej ustawodawca operuje terminem „wartość zbywcza” i nie definiuje go. Rozsądnie należy przyjąć, że termin ten powinien być utożsamiany z wartością godziwą (rynkową) aktywa lub grupy aktywów. Czyli, nie powinien być mylony z wartością księgową u podmiotu wnoszącego wkład niepieniężny. Na marginesie,

warto przewrotnie zauważyć, że środek dyscyplinujący zawarty w art. 175 § 1 (Ustawa 2000) odnosi się jedynie do etapu zakładania spółki z o.o. i nie obejmuje procesu podwyższania kapitału zakładowego istniejącej spółki poprzez wniesienie wkładu niepieniężnego. Cynicznie można by zasugerować, że w celu zminimalizowania ryzyka ponoszenia odpowiedzialności przy wnoszeniu wkładów niepieniężnych najpierw należałoby założyć spółkę z o.o. z minimalnym wkładem, a po jej rejestracji podwyższyć kapitał zakładowym wnosząc wkład niepieniężny.

„Wartość znacznie zawyżona” – cóż to oznacza? Czy liczymy „znaczne zawyżenie” jako wartość bezwzględną, czy też odnosimy ten termin do procentowej wielkości w relacji do przyjętej wartości wkładu? Czy przyjęcie wartości wkładu niepieniężnego w wysokości 100 mln zł, podczas gdy wartość godziwa (czyli zbywcza) wynosi 98 mln zł (czyli zawyżenie o 2 mln zł – nieco ponad 2%), to „zawyżenie znaczne”? Osobiście uważam, że punktem odniesienia powinna być procentowa wartość, nie wartość bezwzględna. Na marginesie, stara zasada audytowa mówi, że różnica powyżej 10% jest istotna, poniżej 5% nie jest istotna, zaś pomiędzy 5% a 10% sytuacja staje się ocenna – czyli podlega ocenie.

Zauważmy, że nie ma generalnie przymusu wyceny wkładu niepieniężnego; przedmiot wkładu nie jest też badany przez biegłego jak to będzie w przypadku spółki akcyjnej. Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem członków zarządu oraz zainteresowanego wspólnika wnoszącego wkład niepieniężny przeprowadzenie wyceny wartości tegoż wkładu niepieniężnego jest rekomendowane.

W tym miejscu warto wspomnieć o istnieniu „straszaków” w ksh – art. 291 i 292 (Ustawa 2000) – dodatkowo nakładających do dochowania należytej staranności. I tak, jeżeli członek zarządu umyślnie lub przez niedbalstwo podał fałszywe dane w oświadczeniu zgłoszenia danych do sądu rejestrowego przy założeniu spółki z o.o. lub podwyższeniu jego kapitału zakładowego (Ustawa 2000, art. 167, art. 262), odpowiadają oni wobec wierzycieli spółki solidarnie ze spółką przez trzy lata od dnia zarejestrowania spółki lub zarejestrowania podwyższenia kapitału zakładowego (Ustawa 2000, art. 291). Czyli, na przykład w sytuacji, gdy przez niedbalstwo członkowie zarządu przy podwyższeniu kapitału zakładowego zgłosili dane do sądu rejestrowego zawyżające wartość wkładu niepieniężnego wtedy ciąży na nich dodatkowa odpowiedzialność wobec wierzycieli danej spółki. Dodatkowo, jeżeli osoba lub podmiot biorąc udział w tworzeniu spółki, wbrew przepisom prawa z winy swojej wyrządził spółce szkodę, obowiązany jest do jej naprawienia (Ustawa 2000, art. 292). Warto zauważyć, że „straszak” ten odnosi się jedynie do etapu zakładania spółki, nie zaś do etapu podwyższania kapitału zakładowego. Z drugiej strony, odpowiedzialność podmiotowa obejmuje nie tylko członków zarządu i wspólników, ale wszystkie osoby i podmioty wyrządzające spółce szkodę podczas etapu jej zakładania. Można sobie wyobrazić sytuację, że założyciele spółki zlecieli doradcy przeprowadzenie wyceny np. nieruchomości, nieruchomość ta stanowiła wkład niepieniężny jednego ze wspólników przy założeniu spółki i, co więcej, wycena tejże nieruchomości posłużyła do określenia wartości bilansowej składnika aktywów oraz kapitału zakładowego. Jeżeli wycena doradcy zawyżyła wartość

nieruchomości to zasadnym jest postawienie pytania o odpowiedzialność doradcy w świetle zapisów art. 292 (Ustawa 2000).

A co w sytuacji, gdy wspólnicy założyli spółkę a następnie się na poróżnili? W sytuacji trwałego poróżnienia z pomocą przychodzi art. 266. Paragraf 1 (Ustawa 2000) tego artykułu stanowi, że z ważnych przyczyn dotyczących danego wspólnika sąd może orzec jego wyłączenie ze spółki na żądanie wszystkich pozostałych wspólników, jeżeli udziały wspólników żądających wyłączenia stanowią więcej niż połowę kapitału zakładowego. Paragraf 2 zwalnia warunek o jednym wyłączanym wspólniku i stanowi, że umowa spółki może przyznać prawo wystąpienia z powództwem mniejszej liczbie wspólników (czyli nie wszystkich wspólników z wyłączeniem wyłączanego wspólnika), z zastrzeżeniem, że ich udziały stanowią więcej niż połowę kapitału zakładowego oraz że pozwani o wyłączenie powinni być wszyscy pozostali wspólnicy (co wyklucza istnienie wspólników „neutralnych”). Cenę przejęcia wspólnika wyłączanego ustala sąd na podstawie rzeczywistej wartości w dniu doręczenia pozwu – generalnie, w takiej sytuacji jest powoływany przez sąd biegły w celu określenia ceny przejęcia. Udziały wspólnika wyłączonego muszą być przejęte przez wspólników lub osoby trzecie – czyli udziały te nie są nabywane przez samą spółkę.

Warto zwrócić uwagę na termin „rzeczywista wartość” użyty w art. 266 (Ustawa 2000) – termin niezdefiniowany w ksh. Użycie tego terminu należy interpretować w ten sposób, że zadaniem sądu i nominowanego biegłego jest oszacowanie wartości godziwej (rynkowej) udziałów wspólnika wyłączanego i powinny zostać zastosowane właściwe podejścia i metody wyceny dla określenia wartości godziwej. W szczególności oznacza to, że oszacowanie wartości godziwej udziałów wspólnika wyłączanego w spółce nie powinno być ograniczone do zastosowania metody skorygowanych aktywów netto.

W tym miejscu warto zauważyć, gwoli przypomnienia, że metoda skorygowanych aktywów netto, jak można wnioskować z brzmienia art. 65 (Ustawa 2000), jest jedyną metodą dozwoloną przy szacowaniu wartości udziału kapitałowego występującego wspólnika spółki jawnej. Widać istotne zróżnicowanie intencji ustawodawcy dla spółki jawnej oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. W przypadku spółki jawnej, biorąc pod uwagę domniemaną wyższość celu dalszego funkcjonowania spółki jawnej nad sprawiedliwością rozliczeń pomiędzy wspólnikami oraz charakter osobowy spółki jawnej, ustawodawca nakazuje wypłacić udział kapitałowy występującego wspólnika na bazie metody skorygowanych aktywów netto, niezależnie od rzeczywistej dochodowości spółki jawnej – faktycznie bowiem to spółka jawna ponosi ciężar spłaty udziału kapitałowego występującego wspólnika. Dla spółki z ograniczoną odpowiedzialnością ciężar spłaty udziałów wspólnika wyłączanego jest po stronie pozostałych wspólników lub nowych wspólników – nie stanowi to bezpośredniego obciążenia samej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. W konsekwencji, potencjalny problem konfliktu dalszego funkcjonowania podmiotu gospodarczego ze sprawiedliwością rozliczeń pomiędzy udziałowcami wydaje się, przynajmniej teoretycznie, nie występować. W przypadku dużej dochodowości spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, wspólnicy żądający wyłączenia wspólnika muszą się liczyć z faktem, że wartość godziwa

(rzeczywista wartość) udziałów wspólnika wyłączanego może istotnie przekroczyć wartość wynikającą z metody skorygowanych aktywów netto.

Warto zwrócić uwagę, że „rzeczywista wartość” jest określana na dzień doręczenia pozwu. Ponieważ od dnia doręczenia pozwu do dnia wyznaczenia przez sąd biegłego przeprowadzającego wycenę rzeczywistej wartości udziałów wspólnika wyłączanego może upłynąć trochę czasu, warto aby sama spółka zawczasu przygotowała dane i informację odnoszące się do daty doręczenia pozwu a niezbędne do przeprowadzenia wyceny – w szczególności dotyczy to przygotowania sprawozdania finansowego za okres od rozpoczęcia bieżącego roku obrotowego do dnia doręczenia pozwu.

Na koniec kilka słów o końcu bytu prawnego spółki z ograniczoną odpowiedzialnością – o procesie likwidacji. W przypadku likwidacji spółki z ograniczoną odpowiedzialnością art. 281 (Ustawa 2000) stanowi, że likwidatorzy powinni sporządzić bilans otwarcia likwidacji. Do bilansu likwidacyjnego należy przyjąć wszystkie składniki aktywów według ich wartości zbywczej. Jak wspomniano powyżej, należy przyjąć, że termin wartość zbywca powinna być utożsamiana z wartością godziwą (rynkową) aktywa. Czyli, w przypadku likwidacji spółki, jeżeli spółka ta posiada np. nieruchomości, lub akcje/udziały innej spółki kapitałowej lub udziały kapitałowe spółki osobowej to w bilansie likwidacyjnym te aktywa winny być przyjęte według wartości godziwej. Generalnie oznacza to potrzebę przeprowadzenia odpowiedniej wyceny poszczególnych aktywów.

### 3. Wnoszenie wkładów niepieniężnych w spółce akcyjnej

W sytuacji zawiązywania spółki akcyjnej lub podwyższania jej kapitału zakładowego, gdy wkładem niepieniężnym są (między innymi) akcje, udziały, zorganizowana część przedsiębiorstwa, nieruchomości, maszyny i urządzenia oraz znaki towarowe, zachodzi konieczność określenia wartości wkładu, czyli przeprowadzenia wyceny. Artykuł 311 § 1 (Ustawa 2000) stanowi, że jeżeli przewidziane są wkłady niepieniężne, założyciele spółki sporządzają pisemne sprawozdanie, które powinno przedstawiać w szczególności (między innymi):

- przedmiot wkładów niepieniężnych oraz liczbę i rodzaj wydawanych w zamian za nie akcji i innych tytułów uczestnictwa w dochodach lub w podziale majątku spółki,
- osoby, które wnoszą wkłady niepieniężne, zbywają spółce mienie lub otrzymują wynagrodzenie za usługi,
- zastosowaną metodę wyceny wkładów.

Paragraf 2 dalej stanowi, że w sprawozdaniu należy umotywować zamierzone transakcje, w tym także objęcie akcji za wkłady niepieniężne i wysokość przyznanego wynagrodzenia lub zapłaty. Jest rzeczą oczywistą, że założyciele powinni dysponować wyceną wkładów niepieniężnych – ksh (Ustawa 2000) nie specyfikuje, czy wycena taka powinna być przeprowadzona przez oddzielny podmiot, czy też założyciele są w stanie sami taką wycenę przygotować. Tu na marginesie należałoby dodać, że gdyby przedmiotem wkładu niepieniężnego były nieruchomości, to wydaje się, że zgodnie z obowiązującym prawem

taka wycena może być jedynie przeprowadzona przez rzeczoznawców majątkowych. Wykluczałoby to przygotowanie wyceny przez samych założycieli, za wyjątkiem sytuacji, że w gronie założycieli będziemy mieli rzeczoznawcę majątkowego. Nawet jednak taki wyjątek wydaje się być dyskusyjny biorąc pod wymóg niezależności oraz braku konfliktu interesów rzeczoznawcy majątkowego podczas realizowania wyceny.

W następnym kroku, zgodnie z artykułem 312 § 1 (Ustawa 2000), sprawozdanie założycieli należy poddać badaniu jednego albo kilku biegłych rewidentów w zakresie jego prawdziwości i rzetelności, W szczególności, celem badania jest wydanie opinii, jaka jest wartość godziwa wkładów niepieniężnych i czy odpowiada ona co najmniej wartości nominalnej obejmowanych za nie akcji bądź wyższej cenie emisyjnej akcji. Dodatkowo, § 4 stanowi, że opinia biegłego rewidenta powinna oceniać metodę wyceny wkładów niepieniężnych przyjętą w sprawozdaniu założycieli. Zderzenie § 1 i 4 rodzi duże niejasności co do wymaganego zakresu pracy biegłego. Paragraf 1 sugeruje, że biegły rewident sam powinien dokonać wyceny wkładu niepieniężnego – wydanie opinii na temat wartości jest bowiem bardzo istotną częścią procesu wyceny. Paragraf 4 z kolei sugeruje, że przedmiotem prac biegłego rewidenta powinno być wydanie opinii na temat wyceny zawartej w sprawozdaniu założycieli, a konkretnie powinno oceniać metodologię wyceny wkładów niepieniężnych.

Biorąc pod uwagę tą niejasność, zasadnym jest aby przy okazji następnych aktualizacjach ksh (Ustawa 2000) ustawodawca skonkretyzował swoje oczekiwania wobec biegłego rewidenta w tej konkretnej sprawie. Jeżeli ustawodawca naprawdę oczekuje, że biegły rewident wyda opinię na temat wartości wkładu niepieniężnego – czyli przeprowadzi wycenę – to nie ma w takiej sytuacji potrzeby dokonywanie oddzielnej oceny metod zastosowanych w wycenie zawartej w sprawozdaniu założycieli.

Praktyka życia gospodarczego wskazuje, że biegli rewidentzi zazwyczaj nie przeprowadzają oddzielnych wycen, a jedynie oceniają metodologię wyceny zastosowaną w sprawozdaniu założycieli i na tej podstawie wydają opinię, „jaka jest wartość godziwa wkładów niepieniężnych”. Zachodzi pytanie w tej sytuacji – czy ocena metodologii zastosowanej przy wycenie wkładów niepieniężnych w sprawozdaniu założycieli daje właściwe podstawy biegłemu rewidentowi do wydania przez niego opinii o wartości wkładów niepieniężnych. Moje doświadczenie jako osoby realizującej wyceny oraz przeglądy wycen zrealizowanych przez innych specjalistów, każe mi stwierdzić, że nie. Czym innym jest przeprowadzenie samej wyceny i przedstawienie opinii na temat wartości aktywa, a czym innym dokonanie przeglądu wyceny zrealizowanej przez innego specjalistę, a tym bardziej, czym innym jest jedynie ocena metod użytych w wycenie.

Jak wspomniano powyżej, przy wnoszeniu wkładów niepieniężnych do spółki akcyjnej ustawodawca nakazuje biegłemu rewidentowi wydanie opinii na temat wartości tychże wnoszonych wkładów. Przeanalizujmy zagadnienie usytuowania biegłego rewidenta jako osoby uprawnionej do wydawania takich opinii.

Pytanie podstawowe – czy zasadnym i właściwym jest przywoływanie w art. 312 (Ustawa 2000) biegłego rewidenta przez ustawodawcę do wydania opinii na temat wartości



wkładu niepieniężnego? Osobiście mam duży szacunek dla pracy biegłych rewidentów. Jednocześnie, warto zauważyć, że standardowy zakres pracy biegłego rewidenta jest bardzo odległy od przeprowadzania wycen, czy też oceniania metodologii wyceny zastosowanej przez innego specjalistę. Celem pracy biegłych rewidentów przy badaniu sprawozdań finansowych – czym głównie biegli rewidenci się zajmują – jest przedstawienie pisemnej opinii o tym, czy sprawozdanie finansowe jest zgodne z zastosowanymi zasadami (polityką) rachunkowości oraz czy rzetelnie i jasno przedstawia, we wszystkich istotnych aspektach, sytuację majątkową i finansową, jak też wynik finansowy badanej jednostki. Biegli rewidenci w większości nie posiadają właściwej wiedzy, ani też odpowiedniego doświadczenia dla przeprowadzania wycen, czy też oceniania wycen przygotowanych przez innych ekspertów.

Otwartym pozostaje pytanie, dlaczego ustawodawca uznał, że to właśnie biegli rewidenci powinni pełnić odpowiednie obowiązki zapisane w art. 312 (Ustawa 2000)? Jest wysoce rekomendowane, aby ustawodawca zauważył, że istnieją oddzielne od biegłych rewidentów profesjonalne specjalizacje przeprowadzania wycen różnych grup aktywów – mamy rzeczoznawców majątkowych (wycena nieruchomości), mamy specjalistów w zakresie wyceny maszyn i urządzeń oraz, na koniec, mamy biegłych w zakresie wycen przedsiębiorstw, spółek oraz wartości niematerialnych. To ci specjaliści są bardziej od biegłych rewidentów predysponowani do pełnienia roli przewidzianej w art. 312 (Ustawa 2000) – czyli opiniowania wartości wkładów niepieniężnych. Szczególnie kuriozalnie sytuacja może się przedstawiać w przypadku wnoszenia nieruchomości jako wkłady niepieniężne. Zauważmy, że zgodnie z ustawą o gospodarce nieruchomościami z dnia 21 sierpnia 1997 r. (Ustawa 1997) jedynie rzeczoznawcy majątkowi są uprawnieni do przeprowadzania wycen nieruchomości, czyli wydawania opinii na temat wartości nieruchomości. Jeżeli założyciele dysponują wyceną nieruchomości przygotowaną przez rzeczoznawcę majątkowego, jaką wartość ma opinia biegłego rewidenta nie będącego rzeczoznawcą majątkowym?

Gwoli jasności, należy wspomnieć o kodeksie etyki zawodowej biegłych rewidentów (Uchwała 2009), który w punkcie 5.2 stanowi, że „Biegły rewident, podejmując się świadczenia usług zawodowych, powinien posiadać kompetencje niezbędne do ich wykonania, rozumiane jako posiadana wiedzę, nabyte umiejętności i doświadczenie, a świadcząc usługi zawodowe wykorzystywać w pełni te kompetencje. Jeżeli biegły rewident nie ma odpowiednich kompetencji do wykonywania specjalistycznych części usług, wówczas powinien zapewnić sobie doradztwo i pomoc właściwych specjalistów.” Miejmy nadzieję, że biegli rewidenci podejmując się obowiązków wynikających z art. 312 ksh (Ustawa 2000) mają w pamięci ten punkt kodeksu etyki zawodowej.

Warto zwrócić uwagę na wymóg opiniowania w § 1 art. 312 (Ustawa 2000), czy wartość godziwa wkładów niepieniężnych odpowiada co najmniej wartości nominalnej obejmowanych za nie akcji bądź wyższej cenie emisyjnej akcji. Wartość wkładu niepieniężnego nie powinna przekraczać ceny emisyjnej akcji wyemitowanych dla podmiotu wnoszącego wkład niepieniężny – co jest oczywiste. Generalnym wymogiem ksh (Ustawa 2000) przy

emisji akcji jest ustalanie ceny emisyjnej przynajmniej na poziomie wartości nominalnej. Przy zakładaniu spółki zazwyczaj cena emisyjna akcji pokrywa się z wartością nominalną akcji. Przy następnych emisjach akcji, cena emisyjna z reguły nie jest równa wartości nominalnej. Wynika to z faktu, że cena emisyjna powinna odzwierciedlać wartość godziwą jednej akcji spółki, zaś ta zmienia się w czasie zgodnie z sytuacją ekonomiczną jednostki. Wartość nominalna jest generalnie wielkością stałą ustaloną w momencie powstawania spółki. I tak na przykład, jeżeli wartość godziwa całej spółki (przed emisją nowych akcji) została oszacowana na poziomie 10 mln zł, kapitał zakładowy obejmuje 2000 akcji o wartości nominalnej 1000 zł każda, zaś wartość wkładu niepieniężnego została oszacowana na poziomie 3 mln zł, wtedy powinno dojść do emisji 600 nowych akcji o cenie emisyjnej 5000 zł. Wyliczenia są proste: cena godziwa jednej akcji  $10 \text{ mln zł} / 2000 \text{ akcji} = 5000 \text{ zł} / \text{akcja}$ ; ilość nowych akcji  $3 \text{ mln zł} / 5000 \text{ PLN/akcja} = 600 \text{ akcji}$ . Ustalenie takich parametrów nowej emisji będzie neutralne w punktu widzenia interesów majątkowych wszystkich akcjonariuszy – obecnych, jak też i przyszłego.

Praktyka gospodarcza wskazuje, że nowe emisje akcji pokrywane wkładem niepieniężnym są kierowane często do akcjonariuszy większościowych lub podmiotów z nimi powiązanych. W takiej sytuacji zachodzi ryzyko, że zawyżenie wartości wkładu niepieniężnego nie tylko doprowadzi do zafałszowania bilansu spółki, ale i wpłynie negatywnie na wartość akcji posiadanych przez akcjonariuszy mniejszościowych – z korzyścią oczywiście dla akcjonariuszy większościowych lub podmiotów z nimi powiązanych. W konsekwencji, wiedza i doświadczenie biegłego rewidenta wydającego opinię na temat wartości wkładu niepieniężnego ma istotne znaczenie dla całokształtu ładu korporacyjnego w spółce.

Paragraf 2 art. 312 (Ustawa 2000) stanowi, że biegłego rewidenta wyznacza sąd rejestrowy właściwy ze względu na siedzibę spółki. Dosyć często się zdarza, że biegłym rewidentem do wydania opinii na temat wkładu niepieniężnego zostaje wybrany „stały” biegły rewident badający sprawozdania finansowe spółki. W sytuacji, gdy rzecz dotyczy spółki z akcjonariuszem większościowym i pomniejszymi akcjonariuszami mniejszościowymi oraz wkładu niepieniężnego wnoszonego przez akcjonariusza większościowego taka praktyka wydaje się być wysoce dyskusyjna. Generalnie, jeżeli mamy „wieloletniego” biegłego rewidenta badającego sprawozdania finansowe spółki, to mimo że on bezpośrednio nie współpracuje z akcjonariuszem większościowym, opiniowanie przez niego wartości wkładu niepieniężnego wnoszonego przez tegoż akcjonariusza większościowego mogłoby rodzić wątpliwości co do niezależności biegłego rewidenta. Wynika to z faktu domniemania chęci kontynuowania badania sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta w przyszłych latach i zachowania dobrych relacji z większościowym akcjonariuszem – mającym pośrednio lub bezpośrednio wpływ na wybór podmiotu badającego sprawozdanie finansowe. Oznacza to, że celowy i rekomendowany jest wybór biegłego rewidenta nie świadczącego jednocześnie usług badania sprawozdania finansowego danej spółki.

Na koniec analizy art. 312 (Ustawa 2000) zwróćmy uwagę na § 8, który stanowi, że w przypadku rozbieżności zdań między założycielami a biegłym rewidentem spór rozstrzyga

sąd rejestrowy na wniosek założycieli. Taka rozbieżność zdań może oczywiście dotyczyć sytuacji, w której biegły rewident wydaje opinię o zawyżeniu wartości wkładu niepieniężnego w sprawozdaniu założycieli. Na postanowienie sądu wydane w wyniku rozpatrzenia wniosku nie przysługuje środek odwoławczy. Na koniec warto zauważyć, że sąd rejestrowy może wyznaczyć nowego biegłego rewidenta, jeżeli uzna to za uzasadnione.

## Uwagi końcowe

Powyższe analizy i komentarze dotyczyły jedynie wybranych elementów kodeksu spółek handlowych związanych z zagadnieniem wyceny spółek. Omawiane zagadnienia wskazują na potrzebę krytycznego przejrzania zapisów kodeksu spółek handlowych dotyczących omawianego zagadnienia oraz, w dalszej kolejności, wprowadzenia odpowiednich zmian oraz uszczegółowień. W opinii autora zmiany takie powinny obejmować, między innymi, zdefiniowanie i ujednoczenie terminów używanych w kontekście wyceny spółek, właściwe określenie roli biegłego rewidenta i biegłego sądowego w procesach wycen oraz wprowadzenie profesji specjalistów w zakresie wyceny spółek do kodeksu spółek handlowych.

## Literatura

- Uchwała nr 1426/33/2009 Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 3 listopada 2009 r.  
Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (1964). Dz.U. nr 16, poz. 93.  
Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (1997). Dz.U. nr 115, poz. 741.  
Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (2000). Dz.U. nr 94, poz. 1037.

### **BUSINESS VALUATION IN VIEW OF THE POLISH COMMERCIAL CODE. SELECTED ISSUES**

**Abstract:** The purpose of the article to carry out a preliminary analysis of the topic of business valuation in view of the regulations of the Polish Commercial Companies Code. The issue of business appraisal appears in the articles of the code, regulating the functioning of partnerships, limited liability companies, joint stock companies as well as describing the processes of mergers and divisions of companies. The topic of business valuation has been becoming an increasingly important issue for the Polish economy and the regulations included in the Commercial Companies Code should be subject to thorough and critical analysis.

**Keywords:** business, valuation, appraisal, commercial companies code

## Cytowanie

- Cygański P. (2016). Wycena spółek w świetle kodeksu spółek handlowych. Wybrane zagadnienia. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 361–371. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-31.

