

Wykorzystanie wartości sprawiedliwej do wyceny przedsiębiorstw w Polsce na tle praktyki stosowanej w USA

Jan Konowalczuk, Tomasz Ramian*

Streszczenie: *Cel* – Celem publikacji jest przedstawienie aspektów metodycznych wykorzystania kategorii wartości sprawiedliwej do wyceny praw własności przedsiębiorstw w Polsce. Na tle rozwiązań instytucjonalno-prawnych opracowanych i stosowanych w USA do określania wartości sprawiedliwej, dokonano oceny warunków i możliwości stosowania w Polsce tego rodzaju zestandaryzowanej wartości. Rozważania skoncentrowano na przypadkach dotyczących przedsiębiorstw niegieldowych i celach wyceny związanych z występowaniem silnej sytuacji konfliktowej pomiędzy stronami transakcji zawieranych w warunkach przymusowych oraz konfliktowych. Hipoteza: wartość sprawiedliwa wprowadzona w Polsce w 2011 r. do metodyki wyceny poprzez regulacje standardów zawodowych, została przeniesiona z teorii i praktyki rozwiniętych krajów anglosaskich, stąd jej aplikacja wymaga uwzględnienia krajowych przepisów prawa oraz dostosowania do aktualnej sytuacji gospodarczej, w tym do stanu rozwoju pozagieldowego rynku obrotu prawami własności przedsiębiorstw.

Metodologia badania – Studia literatury krajowej i zagranicznej, samodzielna ocena studiów przypadku dotyczących stosowania w praktyce kategorii wartości sprawiedliwej oraz przypadków braku jej stosowania dla uzasadnionych celów wyceny.

Wynik – Ustalenie warunków instytucjonalno-prawnych oraz ekonomicznych, jakie powinny być spełnione dla zapewnienia poprawnego stosowania kategorii wartości sprawiedliwej w wycenie przedsiębiorstw.

Oryginalność/wartość – Weryfikacja hipotezy na podstawie badań literatury zagranicznej i krajowej oraz wyników badań dla studiów przypadku dotyczących głównie małych i średnich spółek nie gieldowych.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstwa, wartość sprawiedliwa, standardy wartości, wyceny przedsiębiorstw przez biegłych sądowych

Wprowadzenie

Wycena przedsiębiorstw stanowi zagadnienie teoretyczne i praktyczne, a jej teoria jest nadal silnie rozmyta, gdyż rozwija się z wykorzystaniem dorobku wielu dyscyplin, ekonomii, finansów, zarządzania, psychologii i innych oraz jest pod wpływem praktyki wyceny, która w niektórych krajach jest silnie zinstytucjonalizowana, w szczególności przez regulacje prawne. W gospodarkach rozwiniętych od lat 80. XX w. istnieje tendencja standaryzacji wyceny, która początkowo dotyczyła aktywów nieruchomości przedsiębiorstw. Aktualnie

* dr inż. Jan Konowalczuk, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, e-mail: jan.konowalczuk@ue.katowice.pl; dr Tomasz Ramian, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, e-mail: tomasz.ramian@ue.katowice.pl.

praktycy stosują określone standardy wyceny, stanowiące według P. Szymańskiego (2015, s. 32–33) zbiory reguł postępowania procedur opisujących różne warianty procesu wyceny. Są one efektem zderzenia praktycznych i teoretycznych doświadczeń środowiska zajmującego się wyceną przedsiębiorstw. Standardy opierają się na wybranych paradygmatach ekonomicznych, a ich rozwój następuje wraz ze zmianami znaczenia, aktywności i struktury rynku praw własności przedsiębiorstw. Stanowią one próbę ujednoczenia terminologii, określenia norm i procedur postępowania, zakresu informacji i innych kluczowych aspektów niezbędnych do wykonania prawidłowej wyceny. Ich stosowanie ma służyć podnoszeniu jakości wycen, co dla profesjonalistów wyceniających przedsiębiorstwa oznacza przyjęcie określonych obowiązków wyznaczających wymaganą jakość procesu i opinii, a dla odbiorców ma stanowić gwarancje jakości.

W krajach anglosaskich, przy dominującym systemie prawa zwyczajowego, zwraca się uwagę na duży wpływ precedensowych orzeczeń sądów na metodykę wyceny przedsiębiorstw oraz ich aktywów. Niektóre z orzeczeń przyczyniają się do tworzenia nowych narzędzi i zasad wyceny, np. w ten sposób określono, że aby stosować określoną metodę, musi być przetestowana, recenzowana, musi być znany poziom błędu, powszechnie akceptowana w ramach specjalistycznego środowiska (Saroney III, 2005). W wyniku kolejnej sprawy sądowej rozpoczęła się ważna dyskusja w środowisku ekspertów wyceny, w zakresie kluczowych czynników, jakie należy przeanalizować, chcąc określić dyskonto z tytułu braku zbywalności/ płynności (Saroney III, 2005). Zalicza się do nich m.in. sprzedaż akcji w spółce niepublicznej w relacji do sprzedaży akcji publicznych, politykę dywidend firm, naturę przedsiębiorstwa, jego pozycję w branży, siłę zarządu, transferowany poziom kontroli, ograniczenia w transferowalności udziałów, wymagany okres trzymania akcji, politykę w zakresie wykupu akcji, koszty związane z ofertą publiczną. Kwestia zakresu i sposobu ingerencji interpretacyjnych sądów stanowi przedmiot sporów w doktrynie prawa anglosaskiego, a w teorii prawa współlistnieje współcześnie kilkanaście koncepcji (Golecki 2011, s. 84). Sytuacja taka wpływa na sposób tworzenia i zakres regulacji standardów wyceny tworzonych przez profesjonalistów. Można bowiem wskazać, że standardy te należy traktować, jako instytucje rynku praw własności przedsiębiorstw. Muszą one być dostosowane do nadrzędnych regulacji prawnych obejmujących w systemie prawa zwyczajowego także precedensy sądowe, które w ujęciu neoinstytucjonalnym wprowadza się w celu ograniczenia niepewności podmiotów rynku oraz zmniejszenia kosztów ich działalności. Standardy i prawo zwyczajowe zawierające zasadę precedensu powinny w wymiarze instytucjonalnym tworzyć spójne i dopełniające się rozwiązania istotne dla praktyki wyceny.

W systemie prawa stanowionego w Polsce problematyka wyceny przedsiębiorstw nie została zinstytucjonalizowana prawnie. Mamy więc do czynienia brakiem regulacji prawnych lub co najmniej z niezupełnością prawa. Funkcjonują jedynie szczątkowe regulacje prywatyzacyjne dotyczące rozporządzenia w sprawie analiz spółki (Rozporządzenie 2011). Zawarto w nim ogólne dyspozycje dotyczące sposobów oszacowania wartości spółki przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa. W Polsce mamy więc do

czynienia z dwoma problemami dotyczącymi warunków instytucjonalizacji zasad wyceny praw własności przedsiębiorstw. Pierwszy związany jest z odmiennością systemu opartego na anglosaskim precedensie od systemu prawa stanowionego (Kaszowski 2009). Powoduje to brak możliwości stosowania prostych imitacji rozwiązań anglosaskich do tworzenia zasad wyceny przedsiębiorstw w Polsce zarówno na poziomie prawa jak i pochodnych od niego regulacji zawodowych. Drugi dotyczy braku regulacji prawnych wyceny, co pomimo istnienia ducha Monteskiusza (1997) zakazującego sądom tworzenia prawa, w praktyce prowadzi do wzrostu prawotwórczego znaczenia orzeczeń sądów (Golecki 2011).

W literaturze krajowej wskazuje się, że systemie prawa stanowionego istotne dla kształtowania procesu wyceny mogą być jedynie orzeczenia Sądu Najwyższego (Szymański 2015, s. 105). Znaczenie prawotwórstwa Sądu Najwyższego w Polsce jest oczywiste i to nie tylko na poziomie tworzenia zasad prawnych stanowiących wykładnię Sądu Najwyższego. Istotne są także orzeczenia Trybunału Konstytucyjnego (Sulikowski 2005, s. 20–24) oraz wyroki Naczelnego Sądu Administracyjnego (Skoczylas 2004, s. 22–28). Silny zakres prawotwórstwa tych organów doprowadził do konfliktów pomiędzy nimi, które rozwiązano jedynie częściowo poprzez uzgodnienie i uznanie odrębności kompetencyjnej. W praktyce prawotwórczość dotyczy w Polsce każdego sądu orzekającego z wykorzystaniem opinii biegłych sądowych, które określają wartość praw własności przedsiębiorstw. Kluczowe znaczenie ma przy tym kwestia podstawy wyceny odnoszona do określonego standardu wartości, który w szerokim ujęciu wyraża stosunek do rynku poprzez odniesienie do kwestii efektywności i sprawiedliwości. W ten sposób problematyka formalnej poprawności metodyki wyceny praw własności przedsiębiorstw łączy się zagadnieniami dyskrecjonalizmu sędziowskiego realizowanego w warunkach wymaganego i dopuszczalnego luzu decyzyjnego. Stanowi to istotne wyzwanie dla biegłych zajmujących się wyceną przedsiębiorstw. W opinii wykonywanej na zlecenia sądów, a także w innych sytuacjach konfliktowych ekspert winien służyć wiedzą specjalistyczną, co obejmuje także rekomendację rodzaju wartości/podstawy wyceny. W ten sposób problematyka wyboru właściwej podstawy wyceny przenoszona jest na poziom dyskrecjonalności opinii biegłych. Dotyczy to w szczególności opinii wykonywanych do spraw sądowych, gdy przy braku regulacji prawnych lub niepełności prawa konieczne jest wsparcie sądów specjalistyczną wiedzą ekonomiczną. W związku z tym niezbędne jest opracowanie rozwiązań metodycznych, które wskazywałyby na kryteria uwzględniane przy podejmowaniu prób rekomendacji podstaw wyceny przedsiębiorstw.

W publikacji problem ten został ograniczony do wyboru pomiędzy alternatywami wartości rynkowej (nazywanej także godziwą wartością rynkową) i wartości sprawiedliwej.

1. Standaryzacja kategorii wartości w wycenie praw własności przedsiębiorstw

Standardy wartości stanowią kluczowe elementy procesu wyceny przedsiębiorstwa, choć w wielu publikacjach krajowych problem ten nie jest dostrzegany. Definiowane są jako

identyfikacja określonego rodzaju wartości, który jest wykorzystywany w konkretnym celu wyceny i można je traktować jako łącznik pomiędzy celem wyceny a metodami wyceny (Szymański 2015, s. 281–285). W praktyce wyceny krajów anglosaskich występują określone standardy wartości przedsiębiorstw, nazywane także podstawami wycen (*basis of valuation*). Obejmują one definicję i interpretację rodzaju poszukiwanej wartości, zawierającą założenia wyceny dotyczące stron i warunków zawarcia transakcji (rzeczywistej lub hipotetycznej) (Zarzecki, Grudziński 2011, s. 661–662). W sensie terminologicznym „standard wartości” oznacza zidentyfikowany rodzaj wartości poszukiwanej w danej wycenie. Międzynarodowy słownik terminów wykorzystywanych w wycenie przedsiębiorstw wyróżnia cztery standardy wartości, tj.: godziwą wartość rynkową (*fair market value*), wartość sprawiedliwą (*fair value*), wartość inwestycyjną (*investment value*) oraz wartość wewnętrzną/fundamentalną (*intrinsic value*) (Szymański 2015, s. 161). Dopuszcza się jednak stosowanie innych rodzajów wartości.

Godziwa wartość rynkowa zdefiniowana w NI5 (*Powszechne Krajowe Zasady Wyceny* 2011) jest „ceną, wg której może nastąpić przeniesienie prawa własności między chętnym kupującym a chętnym sprzedającym, którzy nie są pod żadną presją aby kupić i sprzedać, a oboje mają odpowiednią wiedzę zgodną z faktami”. W standardzie zakłada się, że strony transakcji (rzeczywistej czy hipotetycznej) mają taką samą wiedzę o przedmiocie transakcji – brak jest asymetrii informacji. W praktyce sprzedający zazwyczaj dysponuje lepszą wiedzą o zbywanym przedsiębiorstwie, natomiast kupujący ma lepszą wiedzę o możliwych efektach synergicznych związanych z nabyciem przedsiębiorstwa. W krajowym standardzie wyceny przedsiębiorstw (*Powszechne Krajowe Zasady Wyceny* 2011) definicja godziwej wartości rynkowej jest zbliżona do wymogów definicyjnych wartości rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny (*Międzynarodowe Standardy Wyceny* 2012).

Wartość inwestycyjna (*investment value*), nazywana także wartością dla właściciela (*value to the owner*) jest szeroko rozpowszechnionym standardem wartości. Na gruncie wyceny może być definiowana jako wartość aktywów przedsiębiorstwa lub udziałów w przedsiębiorstwie dla konkretnego (obecnego) lub przyszłego właściciela. Ten rodzaj wartości uwzględnia wiedzę, zdolności, oczekiwany poziom ryzyka, zdolność do generowania dochodów, synergii i inne czynniki obecnych i przyszłych właścicieli. Dla konkretnej osoby wartość inwestycyjna oznacza wartość dla właściciela i często zawiera goodwill osobisty, unikalne umiejętności i inne cechy. Wartość inwestycyjna może być wyższa od wartości rynkowej, która odzwierciedla wartość dla hipotetycznego (typowego) inwestora i może nie odzwierciedlać wartości dodanej dla właściciela lub unikalnego nabywcy.

Wartość wewnętrzna (*intrinsic value*) może być postrzegana, jako koncepcja podobna do kategorii wartości inwestycyjnej, jednak odzwierciedla ona osąd wartości dokonany na podstawie właściwości przedsiębiorstwa, które nie są przypisane do konkretnego inwestora lub właściciela. Według Zarzeckiego i Grudzińskiego (2010, s. 4–5) jest to wartość, „jaką inwestor na podstawie dostępnych informacji oraz szacunków, uważa za prawdziwą

lub rzeczywistą, która stanie się wartością rynkową, gdy inni inwestorzy dojdą do tego samego wniosku”.

W literaturze przedmiotu występuje definicja wartości sprawiedliwej (*fair value*). Jest to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że:

- w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz
- konkretny, niekoniecznie zainteresowany (niezainteresowany) przeprowadzeniem transakcji sprzedający,
- kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem).

Przyjęty rodzaj wartości winien być sprawiedliwy (uczciwy) z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny (Zarzecki 2013). Standard krajowy (NI 5) (*Powszechne Krajowe Zasady Wyceny* 2011) jest zbliżony w tym zakresie do rozwiązań anglosaskich, wskazując, że niezbędne do wyceny jest określenie przyjętego standardu wartości. Wyróżnia się w nim: godziwą wartość rynkową, wartość sprawiedliwą, wartość inwestycyjną i wartość wewnętrzną. Standard dopuszcza modyfikowanie tych definicji oraz używanie innych kategorii wartości (Zarzecki 2013).

Poza typowymi warunkami transakcji wolnorynkowych, w praktyce gospodarczej dochodzi do wielu transakcji przymusowych, dotyczących np.: wyłączenia, przymusowych podziałów przedsiębiorstw, wypierania udziałowców mniejszościowych, wychodzenia mniejszościowych udziałowców ze spółek osobowych, rozliczeń na potrzeby spadków i w postępowaniach rozwodowych. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych spory przy tego rodzaju konfliktach rozwiązywane są z wykorzystaniem odrębnej podstawy wyceny (standardu wartości), nazywanej wartością sprawiedliwą (*fair value*). W tym miejscu należy podkreślić, że w literaturze anglojęzycznej termin *fair value* ma podwójne znaczenie, gdyż:

- stanowi podstawę wyceny dla szczególnych sytuacji przymusowych,
- jest to koncepcja wyceny stosowana na obszarze rachunkowości (sprawozdawczości finansowej), gdzie w warunkach polskich dla tego obszaru zastosowań ugruntował się termin „wartość godziwa”.

Powoduje to istotne zamieszanie terminologiczne prowadzące do rekomendacji w standardach zawodowych, aby dla *fair value* wskazywać na kontekst, cel realizowanej wyceny (*Europejskie Standardy Wyceny* 2012). Planowane zmiany standardów międzynarodowych mają usunąć tę niedogodność terminologiczną poprzez wprowadzenie nowej kategorii *equitable value* (*International Valuation...* 2016), czyli wartości sprawiedliwej/słusznej, pozostawiając wyłączenie *fair value* dla wartości godziwej na obszarze sprawozdań finansowych.

Termin wartość sprawiedliwa wywodzi się z ochrony interesów akcjonariuszy/udziałowców mniejszościowych. W sytuacjach, gdy przedsiębiorstwo podejmuje jakieś strategiczne decyzje, z którymi oni się nie zgadzają ale nie mają możliwości ich zablokowania, ze względu na ich mniejszościowy udział, posiadają prawo do sprzedaży swoich akcji/ udziałów po cenie niezaburzonej przez te decyzje strategiczne. Cena taka odzwierciedla wartość sprawiedliwą (Michalski 2001, s. 13). Typowa interpretacja „filozofii” wartości sprawiedliwej w sytuacjach konfliktowych pomiędzy wspólnikami oznacza wartość tego, co wypychanemu ze spółki wspólnikowi zostało zabrane, tzn. proporcjonalny udział w działalności (*going concern*, w skrócie GC). Ta ogólna zasada proporcjonalności odnosi się zarówno do udziałów finansowych w przedsiębiorstwie jak i przedsiębiorstwa w sensie przedmiotowym (wszystkich składników tworzących GC). W tym pierwszym przypadku może to oznaczać prawdziwą lub wewnętrzną wartość jego akcji, które stracił na skutek fuzji. Zdaniem M. Michalskiego (2001, s. 13) standard wartości sprawiedliwej ma wymiar bardziej formalno-prawny, niż ekonomiczny, a ponieważ powstał na gruncie prawa amerykańskiego, nie ma charakteru uniwersalnego. Obowiązujące w innych krajach regulacje prawne mogą uniemożliwić jego stosowanie.

2. Praktyka wyceny wartości sprawiedliwej przedsiębiorstw w USA

W USA wartość sprawiedliwa jako standard wartości, występuje w przypadku wycen spółek w sytuacji ich podziałów, sporów pomiędzy wspólnikami i rozwodów. W związku z tym często występuje w umowach spółek, jako podstawa ewentualnego rozliczenia wspólników oraz w aktach prawnych (Zarzecki, Grudziński 2010, s. 4–5). Spory występujące podczas sytuacji konfliktowych zazwyczaj są rozstrzygane poprzez sądy różnych instancji, które zlecając biegłym oszacowanie wartości sprawiedliwej, doprecyzowują sens tej kategorii. W niektórych przypadkach to na biegłym sądowym spoczywa zdefiniowanie wartości sprawiedliwej. Obecnie występuje wśród sądów tendencja do interpretowania standardu wartości sprawiedliwej jako proporcjonalnego udziału w wartości przedsiębiorstwa, bez dyskont z tytułu braku kontroli, nawet jeśli są to udziały mniejszościowe (Pratt, Niculita 2008, s. 387). Do 1999 roku wartość sprawiedliwa była definiowana przez przepisy The Revised Model Business Act, jako (Pratt, Niculita 2008, s. 907): „wartość akcji zaraz przed rozpoczęciem działań spółki, z którymi nie zgadza się akcjonariusz mniejszościowy przy użyciu aktualnych koncepcji i technik wyceny, powszechnie wykorzystywanych dla podobnych podmiotów w kontekście transakcji wymagających wyceny, bez dyskonta z tytułu braku płynności i braku kontroli”, z pewnymi wyjątkami. Podejście sądów do stosowania premii i dyskont jest bardzo zróżnicowane, od nie stosowania, poprzez stosowanie częściowe, do stosowania wszystkich możliwych. Różnice występują nie tylko pomiędzy poszczególnymi sądami ale także pomiędzy poszczególnymi sprawami prowadzonymi w danym sądzie.

Jak można zauważyć, nie wskazano konkretnych metod wyceny, które należałoby stosować do określania wartości sprawiedliwej, jednak mają być to metody współczesne i powszechnie stosowane. Przed 1983 rokiem stosowano w takich spornych sprawach tzw. „Delaware Block Method”, który stanowił „metodę mieszaną”, w której wartość sprawiedliwa była szacowana jako średnia ważona trzech kategorii, tj. wartości inwestycyjnej, wartości rynkowej i wartości aktywów, przy różnie ustalonych wagach (Pratt, Niculita 2008, s. 907). Należy wspomnieć, że definicje wartości inwestycyjnej i rynkowej dla tej metody różnią się od współcześnie opisywanych standardów wartości. Wartość inwestycyjna była szacowana na podstawie kapitalizacji spodziewanych zysków/dywidend, co odróżnia ją od wartości inwestycyjnej rozumianej jako wartość dla konkretnego właściciela (inwestora). Wartość rynkowa opierała się na wcześniej dokonywanych transakcjach udziałami/akcjami podmiotu. Słabością tej metody było nie uwzględnianie projekcji przyszłych dochodów, co jest rozpowszechnione współcześnie (Pratt, Niculita 2008, s. 908).

Niektóre spory pomiędzy współnikami mogą w konsekwencji prowadzić do likwidacji podmiotu. W takich sytuacjach wartość sprawiedliwa będzie określana na podstawie wartości likwidacyjnej, biorąc pod uwagę ewentualną możliwość sprzedaży całości GC w likwidacji (Pratt, Niculita 2008, s. 912). Jeżeli takiej możliwości nie będzie, sprzedawane będą poszczególne aktywa lub ich zespoły lub części działalności operacyjnej. Jak widać, w porównaniu do definicji wartości rynkowej (*fair market value*) nie występuje w tych przypadkach skłonny sprzedawca. Sprzedający jest przymuszony do sprzedaży, nie ma czasu na oczekiwanie na pojawienie się najkorzystniejszej oferty, a nabywca ma świadomość słabej pozycji negocjacyjnej sprzedającego.

Jak twierdzi P. Pratt (Pratt, Niculita 2008, s. 945–949), wytyczne sądowe dla wycen przedsiębiorstw dla celów rozwodowych są zdecydowanie mniej rozwinięte w porównaniu do wycen w przypadku sporów pomiędzy współnikami. Zdecydowanie mniej powszechne jest wykorzystywanie wartości sprawiedliwej jako standardu wyceny dla spraw rozwodowych. Sądy rodzinne dopuszczają wykorzystywanie czterech podstawowych standardów wartości, tj. inwestycyjnej, rynkowej, wewnętrznej i sprawiedliwej. Tak faktycznie zastosowanie określonego standardu wartości wymaga uzasadnienia i musi odzwierciedlać konkretną sytuację rozwodzących się małżonków. Inaczej będzie w przypadku, kiedy wyceniony i sprzedany zostanie ich cały majątek, a uzyskane środki podzielone pomiędzy nich w określonej proporcji a inaczej w sytuacji gdy jeden z małżonków zostaje na nieruchomości lub zostaje w prowadzonym biznesie. W przypadkach spraw rozwodowych (ale także przy odejściach współników ze spółek osobowych) pozostaje jeszcze wiele innych kwestii, które trzeba uwzględnić w wycenie, m.in. *goodwill* (zbywalny i niezbywalny), wykonywanie pracy przez współników spółki, umowy o zakazie konkurencji, zwolnienia podatkowe.

W sprawach rozwodowych standardy wartości są dla każdego stanu ustalane poprzez sprawy sądowe, w których wykorzystywane są regulaminy dotyczące rozwodów. Prawa stanowe określają własną politykę podziału majątku a sądy próbują wdrażać tę politykę

poprzez swoje indywidualne decyzje. Ogólnie ujmując, regulaminy sądowe dostarczają pewnych wytycznych dotyczących wyceny, inne rzeczy trzeba zaczerpnąć z orzecznictwa. Dla lepszego zrozumienia standardów wartości w tym kontekście, trzeba zrozumieć definicję nieruchomości (mienia) w danym regulaminie stanowym, sposób pojmowania biznesu (przedsiębiorstwa) i wartości niematerialnych w orzecznictwie stanowym. Standardy wartości są określane w opiniach sądowych dotyczących traktowania aktywów, jak przedsiębiorstwo, goodwill osobisty, zastosowanie dyskonta z tytułu braku płynności lub braku kontroli (Fishman 2013). Wartość rynkowa (godziwa wartość rynkowa) jest standardem wartości stosowanym w wielu stanach USA przy wycenach w sprawach rozwodowych. Kategoria ta może być wykorzystana jedynie dla tych aktywów, które są zbywalne, włączając niektóre rodzaje *goodwillu*, który może zostać sprzedany. Ponadto, w wycenie zazwyczaj uwzględniane są dyskonta z tytułu braku płynności i braku kontroli (Fishman 2013).

W wycenach sądowych w USA wartość sprawiedliwa jest standardem prawnie ustanowionym, stosowanym przy określaniu wartości w sytuacjach szczególnych, m.in. wycenie w przypadku podziału spółek, sporów pomiędzy współnikami i sporów kwestionujących uczciwość transakcji. Jeszcze do niedawna w wycenach sądowych nie było zgody co do sposobu definiowania wartości sprawiedliwej, choć dotychczasowe sprawy sądowe wskazywały, że jest to kategoria odmienna od wartości rynkowej. W świetle najnowszych ustaleń można stwierdzić, że wartość sprawiedliwa udziałów, poza wyjątkami, stanowi ich proporcjonalny udział w wartości przedsiębiorstwa. Eksperti prawa stanu Delaware definiują wartość sprawiedliwą jako wartość bieżąco istniejących aktywów spółki plus wartość bieżąca reinwestycji dostępnych i spodziewanych przez przedsiębiorstwo (Hamermesh, Wachter 2009).

Wartość inwestycyjna może być wyższa od wartości rynkowej, która odzwierciedla wartość dla hipotetycznego (typowego) inwestora i może nie odzwierciedlać wartości dodanej dla właściciela lub unikalnego nabywcy. W sprawach rozwodowych wartość inwestycyjna jest wykorzystywana przez sądy w takich przypadkach, gdzie konkretnym nabywcą jest obecny właściciel – zastosowanie koncepcji wartości dla właściciela oznacza faktycznie zastosowanie wartości inwestycyjnej. W odróżnieniu od wartości rynkowej, która jest odpersonifikowana, wartość inwestycyjna odzwierciedla unikalną sytuację konkretnej osoby lub spółki (Fishman 2013).

Wartość wewnętrzna (*intrinsic value*) zwana także wartością fundamentalną nie jest ustanowionym standardem wartości w prawie stanowym ani federalnym, jednakże jest wykorzystywana w wielu sporach sądowych, szczególnie z zakresu prawa rodzinnego. Ponieważ oznacza ona nieodłączną wartość rzeczy, często jest traktowana jako synonim wartości inwestycyjnej i jest to wartość rzeczy bez jakichkolwiek specjalnych właściwości, które mogłyby zmieniać jej wartość rynkową (Fishman 2013). Eksperti wyróżniają cztery podstawowe składowe wartości wewnętrznej funkcjonującego przedsiębiorstwa (Fishman 2013):

- poziom normalnej zdolności do generowania dochodów i zyskowności zaangażowanych aktywów, który może różnić się od zysków księgowych zniekształczanych przez zdarzenia krótkookresowe,
- aktualnie wypłacane dywidendy lub zdolność do wypłacenia takich dywidend obecnie i w przyszłości,
- realistyczne oczekiwania dotyczące możliwego wzrostu zdolności do generowania dochodów w przeszłości,
- stabilność i przewidywalność ilościowych i jakościowych prognoz dotyczących przyszłej wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa.

Podsumowując można stwierdzić, że w USA w wycenach sądowych standard wartości jest ustalany przepisami prawa stanowego lub federalnego, regulaminami poszczególnych sądów, lub w precedensowych wyrokach sądowych, lub jest kombinacją tych rozwiązań. Standard wartości sprawiedliwej jest powszechnie stosowany w sprawach spornych dotyczących konfliktów pomiędzy wspólnikami, czy małżonkami. Sądy dopuszczają także wykorzystywanie innych podstawowych standardów wartości, tj. inwestycyjnej, rynkowej, oraz wewnętrznej. Tak faktycznie zastosowanie określonego standardu wartości wymaga uzasadnienia i musi odzwierciedlać konkretną sytuację pomiędzy stronami sporu. Ze względu na autonomię poszczególnych stanów, funkcjonuje kilkanaście definicji wartości godziwej. Wartość sprawiedliwa jest stosowana w różnych zróżnicowanych sytuacjach, w tym w sytuacjach przymuszonej lub likwidacyjnej sprzedaży. Mimo wielu lat doświadczeń w USA nie ma jednolitej definicji tego standardu. Najbardziej rozpowszechniona definicja to wartość akcji/udziałów lub innych wkładów właścicieli, ustaloną niezwłocznie przed wiążącą decyzją korporacji, co do której oponent będący współwłaścicielem, wyraża sprzeciw. W niektórych procesach prywatyzacji pracowniczej wykorzystywana kategoria wartości sprawiedliwej bez uwzględnienia dyskonta z tytułu braku kontroli dla pakietów mniejszościowych.

3. Uwarunkowania stosowania wartości sprawiedliwej w Polsce

W Polsce problematyka stosowania wartości sprawiedliwej do wyceny praw własności przedsiębiorstw wymaga uwzględnienia dość nadzwyczajnej sytuacji, gdy w systemie prawa stanowego brak jest odpowiednich przepisów, a regulacje standardów zawodowych są nadal w stanie inicjalnym. Prowadzi to do wzrostu znaczenia dyskrecyjnej władzy sądowniczej, która w zakresie rozwiązań metodycznych wykorzystywać będzie wiedzę specjalistyczną biegłych. Z tego względu rozważania metodyczne rozpocząć należy od generalnych kwestii dotyczących poszukiwania przyczyn braku przydatności lub słabej przydatności wartości rynkowej, jako podstawy wyceny dla wybranych celów wyceny. Wskazać przy tym należy, że koncepcja wartości rynkowej jest w Polsce ugruntowana i silnie zinstytucjonalizowana w polskim prawie. Dotyczy to przykładowo problematyki wartości

nieruchomości, gdzie brak jest koncepcji wartości sprawiedliwej, a całość sporów rozstrzygana w oparciu o wartość rynkową (Ustawa 1997)¹. W przypadku ograniczenia rozważań do kwestii wyboru pomiędzy wartością rynkową a wartością sprawiedliwą pojawia się pytanie dotyczące przyczyny i skutków rezygnacji z przyjęcia wartości rynkowej, jako jednolitej podstawy wyceny praw własności przedsiębiorstw.

Przyczyny wprowadzania w gospodarce rynkowej wartości sprawiedliwej mogą wynikać z trzech grup przesłanek, które konstytuują tę kategorię:

1. Wartość sprawiedliwa jest niezbędna, gdy warunki wymiary rynkowej uznane zostają za systemowo silnie asymetryczne, co powoduje brak wymaganych korzyści dla obu stron transakcji. Jest to sytuacja typowa na słabo rozwiniętych i mało aktywnych rynkach, na przykład w Polsce na początku prywatyzacji w latach 90. XX w. W takim ujęciu wartość sprawiedliwa kwestionuje sprawiedliwość wymiany rynkowej dokonywanej w stanie silnej nierównowagi popytowo-podażowej i ma wpływać wtórnie na efektywność alokacji praw własności, co jednocześnie może zwiększać ryzyko dla inwestorów.
2. Wartość sprawiedliwa nie kwestionuje sprawiedliwości wymiany rynkowej, gdyż uznaje za efektywny ten sposób dystrybucji praw własności przedsiębiorstw. Jej wykorzystanie jest ograniczone do przypadków transakcji zawieranych na aktywnych rynkach przy bardzo niskiej efektywności informacyjnej, co powoduje problemy z obiektywizacją kategorii wartości rynkowej. Powoduje to duże różnice w cenach podobnych praw własności przedsiębiorstw, których nie można wyjaśnić cechami rynkowymi przedmiotów obrotu, a wynikają one przede wszystkim z warunków zawierania transakcji, kształtowanych przez wyceny inwestycyjne kupujących.
3. Wartość sprawiedliwa nie zajmuje się i nie wpływa na kwestie efektywności i sprawiedliwości funkcjonowania rynku. Bazuje na koncepcji wartości rynkowej, która ma charakter deskryptywny i przy zachowaniu warunku obiektywizacji (stanowi najbardziej prawdopodobną cenę warunkach wymiany rynkowej dokonywanej w różnych stanach równowagi rynku). Jest więc pochodną wartości rynkowej, która nie zajmuje się oceną poziomu efektywności rynku i skutków tego stanu rzeczy dla sprawiedliwości rynku. Wartość sprawiedliwa odróżniana jest od wartości rynkowej jedynie poprzez założenia wyceny dotyczące uwzględniania relacji pomiędzy konkretnymi stronami transakcji oraz modyfikacji przyjmowanego do wyceny stanu przedmiotu wyceny (przedsiębiorstwa lub udziałów) i/lub modyfikacji warunków dokonywania wymiany rynkowej.

Przesłanki wymienione w pkt 1 i 2 wskazują na normatywny charakter wartości sprawiedliwej i skutki jej stosowania związane byłyby z wprowadzeniem sprawiedliwości rozdzielającej (dystrybutywnej). Tego rodzaju rozwiązania prawne tworzą więc podstawy ładu społecznego na poziomie kształtowania treści praw własności przedsiębiorstw wyznaczając

¹ Druga formalna podstawa wyceny dotycząca wartości odtworzeniowej nie ma istotnego znaczenia praktycznego, gdyż jest stosowana do wyceny nieruchomości, które nie są i nie mogą być przedmiotem obrotu rynkowego.

ich ekskluzywność. Regulacje tego rodzaju funkcjonują w Polsce w ograniczonym zakresie i przykładowo dotyczą występowania i rozliczania wspólników spółek osobowych wypożyczających umowę (Ustawa 2000)² oraz zasad funkcjonowania spółek Towarzystw Budownictwa Społecznego³.

Tego rodzaju ukonstytuowanie wartości sprawiedliwej prowadzi do nadrzędnego instytucjonalnego kształtowania warunków funkcjonowania rynków praw własności, na przykład określonych rodzajów przedsiębiorstw poprzez wprowadzenie do dwustronnych umów rynkowych trzeciej strony, pełniącej rolę arbitra (Golecki 2011, s. 133). Tak rozumiana wartość sprawiedliwa stanowi instytucję rynku realizującą się poprzez przepisy prawa, które wyznaczają w sposób polityczny cele społeczne dotyczące realizacji sprawiedliwości dystrybutywnej, kształtującej organizacyjną strukturę rynku oraz wpływającej na motywacje inwestorów. W warunkach polskich uzasadnieniem dla wprowadzania tej kategorii może być model społecznej gospodarki rynkowej i wprowadzona konstytucyjna zasada dążenia do sprawiedliwości społecznej (Sadowski 2002, s. 10). Problematyka wartości sprawiedliwej wpływająca na dystrybucję praw własności przedsiębiorstw na rynku nie ma znaczenia dla kształtowania tej kategorii dla praktyki wyceny i jej zawodowej standaryzacji. Jest to domena nauki prawa z uwzględnieniem problematyki ekonomicznej analizy prawa.

Właściwą perspektywą dla zawodowej standaryzacji jest ujęcie wartości sprawiedliwej według punktu 3, które dotyczy realizacji sprawiedliwości wyrównującej. Na podstawie wiedzy specjalistycznej biegłych tworzone jest rozwiązanie o charakterze dyskrecyjnym na poziomie standardów zawodowych, które poprzez zasady dobrej praktyki stają się instytucją wpływającą na sposób rozstrzygnięcia sporów, poprzez ukształtowanie odrębnej podstawy wyceny dla wybranych celów wyceny dotyczących transakcji przymusowych. W związku z tym wartość sprawiedliwa jest wykorzystywana w każdym przypadku obrotu prawami własności przedsiębiorstw w warunkach braku dobrowolności.

² Por. Ustawa Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r. (Dz.U. 2013 poz. 1030 z późn. zm.), w szczególności art. 65 oraz praktyka sądowa wprowadzająca ochronę działalności przedsiębiorstwa spółki poprzez instytucję sprawiedliwego rozkładania na raty spłaty wartości udziału kapitałowego, w taki sposób, aby przedsiębiorstwo nie utraciło pozycji konkurencyjnej.

³ W przypadku wyceny udziałów podmiotu TBS uwzględnić należy specyficzne regulacje prawne określające charakter inwestycji w tego rodzaju podmioty wynikające z przepisów Ustawy o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego z dnia 26 października 1995 r. (Dz.U. 2000 nr 98, poz. 1070, z późn. zm.). Działają one w formie spółek kapitałowych, np. spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (co jest zgodne z art. 23 tej ustawy). Forma spółki z o.o. powoduje, że oprócz specyficznych przepisów ustawy o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego działalność regulują równoległe przepisy Kodeksu spółek handlowych. Specyfikę praw własności w TBS określają jednak ustawy o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego, gdyż tego rodzaju spółki: nie mogą dokonywać podziału dochodów towarzystwa między wspólników lub członków, przeznaczają całość dochodów na działalność statutową TBS, mają limitowany/ograniczony zakres działalności, zatwierdzają statut TBS u ministra właściwego do spraw budownictwa, gospodarki przestrzennej i mieszkaniowej i istnieje możliwość wykreślenia z rejestru, jeśli towarzystwo nie podjęłoby działalności statutowej. Ponadto formalnie w nazwie towarzystwa, oprócz wyrazów wskazujących na jego formę organizacyjną, powinny znaleźć się wyrazy „towarzystwo budownictwa społecznego” lub skrót „TBS”. W typowym TBS sens ekonomiczny inwestycji jest możliwy do realizacji poprzez zwory dotyczące zmniejszenia (obniżania) kapitału spółki przez umarzenie i wypłaty dla udziałowców.

Kluczowe znaczenia ma ocena sytuacji, w których rozliczenie pomiędzy stronami tego typu transakcji nie powinno opierać się na wartości rynkowej. Próbuując dokonać oceny pozytywnej można sformułować pogląd, że w określonych przypadkach będzie można przyjąć, że wartość sprawiedliwa odpowiada – koncepcyjnie i obliczeniowo – (godziwej) wartości rynkowej. Dotyczy to praw własności przedsiębiorstw, które stanowią typowe inwestycje kapitałowe, np. akcji spółek giełdowych, udziałów w spółkach niepublicznych dywidendowych, funkcjonujących bez zaangażowania i wpływu jakiegokolwiek ze stron umowy. Pomimo, że wartość rynkowa cechować się będzie względnością, zmiennością oraz wyrażać będzie poglądy większości (typowych) inwestorów, to sprawiedliwe będzie rozliczenie wg tej podstawy wyceny. Dotyczy to przypadków praw własności przedsiębiorstw stanowiących typowe aktywa kapitałowe, które funkcjonują na rynku bez udziału stron sporu. W innych przypadkach wartość rynkowa nie będzie stanowić właściwej podstawy wyceny dla rozliczenia transakcji dokonywanej w sytuacji przymusowej. Dotyczy to sytuacji, gdy istnieją powiązania pomiędzy jedną ze stron transakcji (np. wspólnika spółki występującego ze spółki lub pozostającego), które wpływają na przykład na wyniki działalności operacyjnej czy strukturę finansowania. Związane jest to najczęściej ze świadczeniem pracy lub występowaniem w roli istotnego klienta lub dostawcy.

Powody, decydujące o odrzuceniu wartości rynkowej jako podstawy wyceny, można odnieść do dwóch obszarów kształtujących założenia metodyczne wyceny:

1. Stanu przedsiębiorstwa, opisanego w ujęciu przedmiotowym poprzez strukturę kontrolowanych składników niematerialnych i materialnych oraz w ujęciu funkcjonalnym poprzez uzyskiwane dochody wraz z towarzyszącym temu ryzykiem. W każdym ujęciu można dokonać oceny i możliwe jest wprowadzenie niezbędnych modyfikacji, które mają uwzględnić szczególny charakter transakcji dokonywanej pomiędzy konkretnymi stronami. Przykładem modyfikacji stanu przedsiębiorstwa może być wyłączenie z zakresu wyceny składników niematerialnych stanowiących na przykład *goodwill* osobisty jednej ze stron transakcji, co wpłynie także na korektę uzyskiwanych dochodów.
2. Stanu udziałów kapitałowych w określonym podmiocie, który odnoszony będzie do ich ekskluzywności, decydującej o jakości i sile sprawowanej kontroli nad spółką, a modyfikacje mogą dotyczyć korekty formalnej kontroli, np. poprzez nieuwzględnienie mniejszościowego charakteru pakietu udziałów.

W każdym przypadku konieczne jest wprowadzenie generalnej zasady ustalania do wyceny stanu szacowanego prawa własności na określoną datę, np.: wystąpienia ze spółki, prawomocności rozvodu. Przyjąć należy, że w wycenie praw własności przedsiębiorstw poprawny format daty to: dzień, miesiąc rok, czyli dokładność ewidencjonowania pojedynczych zdarzeń gospodarczych.

Wydaje się, że konieczne jest przyjęcie zasady nieuwzględniania negatywnych i celowych zmian stanu przedmiotu wyceny, do których doszło przed tą datą, ale prawdopodobną intencją działania lub zaniechania było doprowadzenie do zmiany warunków rozliczenia

pomiędzy stronami w związku z planowaną transakcją, dla której podstawą ma być wartość sprawiedliwa. W przypadku gdy regulacje prawne lub teza dowodowa dla biegłego wskazywać będą na priorytet ochrony funkcjonowania przedsiębiorstwa, to zasadne będzie przyjęcie założenia kontynuowania działalności. Przyjmując założenia do wyceny bazować należy na poprawnie ustalonym stanie przedsiębiorstwa, a dodatkowo uwzględnić należy skutki (pozytywne lub negatywne) dotyczące wpływu zawarcia transakcji na warunki dalszego funkcjonowania przedsiębiorstwa, co dotyczy zmian stan majątku (aktywów i pasywów) i/lub wysokości dochodów. Na przykład w przypadku rozliczenia wspólnika występującego ze spółki osobowej należy uwzględnić brak świadczenia przez niego pracy oraz zmiany kosztów finansowych dotyczących zwiększonych pasywów, na przykład w zakresie kwot wartości udziałów planowanych do wypłaty. Przy braku przesłanek do likwidacji działalności przyjęć należy założenie kontynuowania działalności w warunkach braku szczególnych i celowych działań stron transakcji. Przy braku ograniczeń prawnych w wycenie wartości sprawiedliwej uwzględnić należy ogólne pogorszenie stanu przedsiębiorstwa spowodowane sytuacją konfliktową, np. obniżenie obrotów i/lub rentowności z wyłączeniem działań stron planowanej umowy motywowanych poprawą sytuacji do rozliczenia. Tego rodzaju założenia do wyceny w opiniach biegłych sądowych kształtowane będą przez sąd w treści tezy dowodowej, a wykonywanie opinii prywatnych do tych celów wymaga jasnego i jednoznacznego opisu uwarunkowań wyceny i założeń metodycznych, które nie wymagają oceny w zakresie wymaganego braku kolizji z przepisami prawa oraz doktryną prawa i judykaturą.

W praktyce szacowania wartości sprawiedliwej występuje specyficzny problem ustalania dat istotnych dla wyceny. Analogicznie do zasad wyceny nieruchomości można wyróżnić cztery istotne daty, które winny być wymienione w opinii:

- data dokonania oględzin (fakultatywnie w przypadku, gdy czynności wyceny wymagają oceny składników materialnych przedsiębiorstwa),
- data sporządzenia opinii,
- data stanu przedmiotu wyceny,
- data poziomu cen (stanu rynku).

Daty sporządzenia opinii i oględzin mają charakter formalno-techniczny i jedynie odzwierciedlają czas wykonywania lub zakończenia wykonywania określonych czynności. Natomiast daty dotyczące stanu przedmiotu wyceny (stanu praw własności przedsiębiorstwa) i poziomu cen/stanu rynku mają charakter merytorycznych i stanowią istotne elementy założeń wyceny. Obie daty merytoryczne winny być w przypadku opinii biegłego sądowego ustalone przez sąd poprzez tezę dowodową.

W przypadku szacowania wartości rynkowej do celu sprzedaży, daty stanu rynku i stanu przedmiotu wyceny będą zbliżone i najczęściej tożsame lub bliskie daty sporządzenia opinii. Jedynie data oględzin będzie wcześniejsza od daty sporządzenia opinii. Także w tym przypadku problemem jest dynamiczny charakter przedsiębiorstwa i trudności techniczne uchwycenia jego stanu na konkretną datę (dzień). W praktyce wymaga to uwzględnienia

pewnej bezwładności ewidencji księgowej przedsiębiorstwa, która umożliwia ujęcie stanu aktywów i pasywów z bezwładnością odpowiadającą najczęściej okresom miesięcznym, w których standardowo zamyka się księgi handlowe ewidencjujące zdarzenia gospodarcze. W praktyce wyceny wymaga to wskazywana „daty pewnej”, która pozwala na ustalenie stanu przedsiębiorstwa (aktywów i pasywów) poprzez sprawozdania finansowe i inne dokumenty stworzone na tę datę, np. ewidencję środków trwałych). Przy szacowaniu wartości sprawiedliwej względy formalne lub konfliktowa sytuacja powodują, że stan przedsiębiorstwa uwzględniany w wycenie będzie miał najczęściej charakter historyczny w stosunku do daty sporządzenia opinii, a czynności biegłych sądowych w zakresie ustalenia stanu przedmiotu wyceny będą miały charakter retrospektywny. Dodatkowo w większości sytuacji regulacje prawne wymagają, aby w opinii uwzględnić aktualny poziom cen (stan rynku). Retrospektywnej wyceny wartości sprawiedliwej wymagają uwzględnienia historycznego stanu przedsiębiorstwa na konkretny dzień, na który nie dokonano zamknięcia ksiąg handlowych. Dane księgowe dostępne będą na datę pewną, stąd konieczna będzie analiza zdarzeń gospodarczych okresie pomiędzy datą stanu i datą pewną pod kątem wystąpienia zdarzeń istotnych, w tym o charakterze nietypowym, które będą wpływać na założenia przyjmowane do wyceny przez ustalenie stanu aktywów i pasywów przedsiębiorstwa.

Kwestie ustania stanu przedmiotu wyceny i stanu rynku do określania wartości praw własności przedsiębiorstw należy rozpatrywać odrębnie dla wyceny udziałów kapitałowych występujących na aktywnych rynkach (np. akcji spółek giełdowych lub akcji i udziałów w niepublicznych spółkach prawa handlowego) oraz w przypadku wyceny przedsiębiorstw lub wyceny udziałów poprzez wartość przedsiębiorstwa. Jedynie w pierwszym przypadku można, analogicznie jak w wycenie nieruchomości, ustalić stan przedmiotu wyceny w ścisłym oddzieleniu od rynku. W przypadku akcji spółki publicznej stan przedmiotu wyceny wyznaczać będzie na przykład ich liczba oraz cechy rynkowe wpływające na ocenę siły sprawowanej kontroli (mniejszościowe, większościowe, kontrolne) na wskazaną (historyczną) datę. Stan rynku dotyczyć będzie natomiast uwzględniania w wycenie aktualnych cen z obrotu podobnymi prawami majątkowymi.

Przy wycenie przedsiębiorstw dyskusyjna jest także kwestia granic ustalania stanu przedsiębiorstwa w jego ujęciach przedmiotowym i funkcjonalnym. W szerokim ujęciu funkcjonalnym granice wyznaczające stan przedsiębiorstwa wymagają uwzględnienia całości przestrzeni w której ono działa, co obejmuje oprócz aktywów bezpośrednio kontrolowanych i ujmowanych w bilansie, także warunki konkurencji w branży (rynek). Uwzględnić należałoby sytuację dostawców i odbiorców, stan rynku finansowego (np. koszt kredytów i kursy walutowe), stan otoczenia instytucjonalnego, w tym regulacje prawne wpływające na wyniki działalności. Granice ustalania stanu przedsiębiorstwa wyznaczone są w takim przypadku przez czynniki identyfikowane, jako wpływające na jego działalność i decydujące o rodzaju i wielkości uzyskiwanych dochodów. Poziom cen w takim ujęciu dotyczyłby jedynie obliczenia zmiany realnej wartości pieniądza pomiędzy datą określenia wartości wg stanu na datę historyczną a aktualną datą. W celu spełnienia warunku aktualnych cen

konieczne byłoby uwzględnienie zmian wartości pieniądza (inflacji/deflacji) i przeprowadzenie waloryzacji wartości oszacowanej wg stanu na datę historyczną.

W wąskim ujęciu przedmiotowym granice ustalania stanu przedsiębiorstwa obejmują przestrzeń ograniczoną do kontrolowanych składników bilansowych oraz możliwych do identyfikacji i wyceny składników pozabilansowych. Otoczenie zewnętrzne przedsiębiorstwa wchodziłoby w pojęcie stanu rynku, który odzwierciedlałby aktualne ceny i aktualne warunki konkurowania i bieżące dochody możliwe do uzyskania z historycznym stanem składników majątkowych. Wąskie ujęcia stanu przedsiębiorstwa uznać należy za wątpliwe metodycznie, gdyż jest niekompletne przy uwzględnieniu wielowątkowej definicji przedsiębiorstwa. Takie rozwiązanie wydaje się także mało przydatne w praktyce i trudne do zastosowania w sposób zobiektywizowany, gdyż zmiany warunków konkurowania mogą powodować bardzo niską użyteczność składników majątkowych dostosowanych do innych (historycznych) rynkowych. Przykładem może być firma informatyczna szacowana wg stanu przedsiębiorstwa na 2008 rok i stanu rynku z 2016 roku. Jest oczywiste, że zużycie funkcjonalne i ekonomiczne aktywów spowodowane upływem czasu skutkować będzie niską wartością dochodową, a dodatkowo wynik takiej wyceny nie byłby waloryzowany.

Przeprowadzona analiza wskazuje, że przy wycenie wartości sprawiedliwej rekomendować należy jako podstawowy model ustalania stanu przedsiębiorstwa wg szerokiego ujęcia stanu z waloryzacją do bieżącego poziomu cen wskaźnikami odwzorującymi zmiany wartości pieniądza w czasie. Tego rodzaju rekomendacja nie oznacza, że w przypadkach szczególnych nie będzie możliwe i uzasadnione zastosowanie wąskiego ujęcia stanu przedsiębiorstwa i współmiernego do niego aktualnego stanu rynku. Może to dotyczyć wartości sprawiedliwej rozpatrywanej jako podstawa wyceny przy istotnych różnicach dotyczących zmian warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, przykładem może być nagła zmiana kursów walutowych wpływających zasadniczo na dochody.

Uwagi końcowe

1. W USA w wycenach sądowych standardy wartości nie mają charakteru jednolitego i są ustalane poprzez przepisy prawa stanowego lub federalnego, regulaminami poszczególnych sądów, lub w precedensowych wyrokach sądowych, lub jest kombinacją tych rozwiązań. Standard wartości sprawiedliwej jest powszechnie stosowany w sprawach spornych dotyczących konfliktów pomiędzy wspólnikami, czy małżonkami. Sądy dopuszczają także wykorzystywanie innych podstawowych standardów wartości, tj. inwestycyjnej, rynkowej, oraz wewnętrznej. Zastosowanie określonego standardu wartości wymaga uzasadnienia i musi odzwierciedlać konkretną sytuację pomiędzy stronami sporu. Wartość sprawiedliwa w zróżnicowanych sytuacjach, w tym w sytuacjach przymuszonej lub likwidacyjnej sprzedaży.

2. Termin wartość sprawiedliwa w USA wywodzony jest z obszaru praktyki sądowej dotyczącej ochrony interesów na rynku kapitałowym (akcjonariuszy/udziałowców

mniejszościowych). W sytuacjach, gdy przedsiębiorstwo podejmuje jakieś strategiczne decyzje, z którymi oni się nie zgadzają ale nie mają możliwości ich zablokowania ze względu na ich mniejszościowy udział, posiadają prawo do sprzedaży swoich akcji/ udziałów po cenie niezaburzonej przez te decyzje strategiczne. Cena taka odzwierciedla wartość sprawiedliwą. Typowa interpretacja wartości sprawiedliwej w sytuacjach konfliktowych pomiędzy wspólnikami oznacza wartość tego, co wypychanemu ze spółki wspólnikowi zostało zabrane, tzn. proporcjonalny udział przedsiębiorstwie (GC). Jest to zasada proporcjonalności, która odnosi się zarówno do udziałów finansowych w przedsiębiorstwie jak i przedsiębiorstwa.

3. Wprowadzenie wartości sprawiedliwej, jako podstawy wyceny praw własności przedsiębiorstw w Polsce, wymaga jej instytucjonalizacji i formalizacji, którą należy poprzedzić oceną skutków dla funkcjonowania rynku, w tym w odniesieniu do zmian jego efektywności oraz konieczne jest przyjęcie kryteriów pozwalających na wyrażanie sprawiedliwości.

4. Przy niepełności prawa problematyka formalnej poprawności metodyki wyceny praw własności przedsiębiorstw w Polsce realizowana jest praktyce poprzez dyskrecjonalizm sędziowski realizowany w warunkach dużego luzu decyzyjnego. Stanowi to problem przy wykonywaniu opinii biegłych sądowych zajmujących się wyceną przedsiębiorstw, gdyż biegły/ekspert winien służyć wiedzą specjalistyczną, co obejmuje także rekomendację rodzaju wartości/podstawy wyceny, a jednocześnie nie może wyřęczyć sądu przy formułowaniu tezy dowodowej.

5. Zawodowa standaryzacja wartości sprawiedliwej dotyczy jedynie kwestii sprawiedliwości wyrównującej odnoszonej do kwestii warunków zawierania transakcji pomiędzy konkretnymi stronami. Standardy profesjonalistów winny ustalić zasady dobrej praktyki i w ten sposób instytucjonalnie umożliwiać skuteczne rozstrzygnięcia sporów na poziomie specyficznych rozwiązań metodycznych, bez wpływania na problematykę kształtowania założeń wyceny dotyczących przyjmowanego do wyceny stanu nieruchomości i stanu rynku. Standardy powinny jednak ukształtować dobrą praktykę w zakresie możliwych interpretacji pojęć stanu przedsiębiorstwa i stanu rynku do wyceny przy uwzględnieniu ich stosowania z uwzględnieniem zachowania zasady współmierności w wycenie.

6. Wartość rynkową (godziwą wartość rynkową) można uznać za sprawiedliwą podstawę wyceny dla sytuacji konfliktowej w przypadkach praw własności przedsiębiorstw stanowiących typowe aktywa kapitałowe, które funkcjonują na rynku bez udziału stron sporu. W innych przypadkach wartość rynkowa nie powinna stanowić podstawy wyceny dla rozliczenia transakcji dokonywanej w sytuacji przymusowej.

7. Obecnie w Polsce najlepszym rozwiązaniem wydaje się rozwijanie odrębnego standardu wartości sprawiedliwej, ale bez rezygnacji z możliwości wykorzystywania innych standardów wartości, o ile stanowią lepszą podstawę wyceny z punktu widzenia przyjmowanych przez strony transakcji lub sąd kryteriów sprawiedliwości

W związku z tym uzasadniony jest wniosek o uzupełnienie NI 5 o kwestie kryteriów branych pod uwagę przy sprawiedliwym rozliczeniu stron.

Literatura

- Europejskie Standardy Wyceny* (2012). Wydanie siódme (2013). Warszawa: Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych.
- Fishman J.E. (2013). *Standards of Value: Theory and Applications (Wiley Finance)*. Kindle Locations 7125–7131. Wiley. Kindle Edition.
- Golecki M.J. (2011). *Miedzy pewnością a efektywnością. Marginalizm instytucjonalny wobec prawotwórczego stosowania prawa*. Warszawa: Lex a Wolters Kluwer business.
- Hamermesh L.A., Wachter M.L. (2009). Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts. *Boston College Law Review*, 50.
- International Valuation Standards Council (2016). *IVS104: Bases of Value, Exposure Draft*. London, 7 April. Pobrano z: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/646> (15.05.2016).
- Kaszowski M. (2009). *Anglosaska doktryna precedensu. Porównania z polską praktyką orzeczniczą*. Warszawa.
- Michalski M. (2001). *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*. Warszawa: WIG-Pres.
- Międzynarodowe Standardy Wyceny* (2012). Wydanie polskie. Warszawa: Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych.
- Monteskiusz Ch.J. (1997). *O duchu praw*. Kęty: Wydawnictwo Antyk.
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW), Nota interpretacyjnej nr 5 (NI 5), Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw* (2011). Warszawa: Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych.
- Pratt S.P., Niculita A.V. (2008). *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: McGrawHill.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 w sprawie analiz spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa.
- Sadowski Z. (2002). Społeczne aspekty systemu rynkowego w Polsce. *Zeszyt Naukowy*, 2.
- Saroney III, E.F. (2005). CPAs and the changing valuation field. *The CPA Journal*, 60.
- Skoczylas A. (2004). *Działalność uchwałodawcza Naczelnego Sądu Administracyjnego*. Warszawa: CH Beck.
- Sulikowski A. (2005). Tworzenie prawa przez sądy konstytucyjne i jego demokratyczność. *Państwo i Prawo*, 8, 20–24.
- Szymański P. (2015). *Standardy wyceny jako instrument kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstwa*. Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Ustawa z dnia 26 października 1995 r. o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego. Dz.U., poz. 1070.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami. Dz.U., poz. 1774.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. Dz.U., poz. 1030.
- Zarzecki D. (2013). *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*. Szczecin: Zarzecki, Lasota i Wspólnicy.
- Zarzecki D., Grudziński M. (2010). Standardy wartości stosowane w wycenie przedsiębiorstw. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 25.
- Zarzecki D., Grudziński M. (2011). Wartość godziwa jako standard wartości w wycenach sporządzanych w sytuacjach przymusowego wykupu akcji. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 37.

THE USE OF FAIR VALUE FOR VALUING BUSINESSES IN POLAND AGAINST THE BACKGROUND OF THE PRACTICE IN THE USA

Abstract: *Purpose* – Purpose of the publication is to present the methodological aspects of the use of the category of fair value for the valuation of the company equity rights in Poland. Against the background of institutional and legal solutions developed and used in the US, the paper includes the evaluation of the conditions and possibilities of application this kind of standardized values in Poland. Considerations are focused on non-listed companies and for purposes of valuation associated with a strong conflict situation between the parties of the transaction concluded under forced conditions. Hypothesis: the concept of fair value was implemented to Poland in 2011 thru valuation standards and transferred from theory and of highly developed English-speaking countries and its application requires consideration of national laws and adapt to the current economic situation, including the status of development of the OTC market trading property rights of companies.

Design/methodology/approach – Studying relevant domestic and foreign literature and conducting independent research on the practical application of fair value categories and the lack of its use cases for legitimate purposes of valuation.

Findings – The establishment of the institutional-legal and economic conditions that should be met to ensure the correct application of fair value category in business valuation.

Originality/value – Verification of the hypothesis on the basis of domestic and foreign literature and research results for case studies which focus on small and medium-sized private enterprises.

Keywords: business valuation, fair value, business valuation standards, business valuation by court experts

Cytowanie

Konowalczuk J., Ramian T. (2016). Wykorzystanie wartości sprawiedliwej do wyceny przedsiębiorstw w Polsce na tle praktyki stosowanej w USA. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 395–412. DOI: 10.18276/irfu.2016.4.82/2-34.