

NADUŻYCIA W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW

Zawartość

NADUŻYCIA W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW	1
1. Znaczenie tematu.....	2
2. Podstawy teoretyczne wyceny przedsiębiorstw	6
3. Metody wyceny przedsiębiorstwa	10
3.1. Założenia ogólne	10
3.2. Metody majątkowe	12
3.3. Metody dochodowe	13
3.4. Metody porównawcze	16
4. Typowe nadużycia w wycenie przedsiębiorstw	17
4.1. Nadużycia poprzez niewłaściwy dobór metody wyceny	17
4.2. Nadużycia poprzez określenie nieprawidłowego przedziału wyceny	19
4.3. Nadużycia w wycenach majątkowych	19
4.3.1. Cechy ogólne.....	19
4.3.2. Wadliwa wycena nieruchomości.....	20
4.3.3. Przeszacowanie wartości niematerialnych i prawnych	21
4.3.4. Przeszacowanie akcji.....	22
4.3.5. Przeszacowanie środków pieniężnych	22
4.4. Nadużycia w wycenach sporządzanych metodą DCF.....	22
4.4.1. Manipulowanie przychodami ze sprzedaży	22
4.4.2. Manipulowanie kosztami (przeszacowane rezerwy).....	24
4.4.3. Manipulowanie parametrami stałymi modelu wyceny	24
4.4.4. Zastąpienie wyceny przedsiębiorstwa wyceną zamierzeń	25
4.5. Nadużycia w wycenach sporządzanych metodą porównawczą	26
4.6. Nadużycia w wycenach spółek giełdowych.....	26
5. Podsumowanie	27

1. ZNACZENIE TEMATU

W gospodarce polskiej liczba operacji, których realizacja wymaga sporządzenia wyceny przedsiębiorstwa systematycznie rośnie¹. W ślad za tym wzrasta także zapotrzebowanie na wiedzę na temat przeprowadzania tych wycen. Początkowym, ale zarazem niebywale silnym, impulsem generującym wzrost tego zapotrzebowania było bez wątpienia uruchomienie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych². Obecnie, w miarę kurczenia się sektora państwowego liczba prywatyzacji tych przedsiębiorstw, a co za tym idzie i ich wycen, spada. Jednakże, wraz z rozwojem sektora prywatnego, rośnie z kolei liczba innych operacji, w których ważnym parametrem jest wartość przedsiębiorstwa – co z kolei generuje nowe zapotrzebowanie na wyceny tych przedsiębiorstw.

Jako główne rodzaje działań gospodarczych, w których pojawia się potrzeba wyceny przedsiębiorstwa wymienić należy³:

- zmiana właściciela (sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego części, zakup lub obejmowanie akcji/udziałów w spółkach a także ich fuzje i podziały),
- pozyskiwanie kredytu albo emisja obligacji przez przedsiębiorstwa,
- upadłość /likwidacja przedsiębiorstwa,
- rozliczenia podatkowe.

Równoległe ze wzrostem zapotrzebowania na wyceny przedsiębiorstwa rosną bez wątpienia umiejętności ich sporządzania. Pomimo to, liczba wycen sporządzanych nieprawidłowo pozostaje niemała.

Przyczyny nieprawidłowości w wycenach są różnorodne. Zaliczyć do nich zapewne należy nie zawsze wystarczające umiejętności osób sporządzających te wyceny. Jednakże rola tego czynnika, jak można przypuszczać, nie jest decydująca. Postęp wiedzy w omawianej dziedzinie, mierzony chociażby liczbą publikacji poświęconych tej problematyce, jest niewątpliwy. A zatem, inne czynniki, niż brak wiedzy, decydują o utrzymywaniu się tych nieprawidłowości na stosunkowo wysokim poziomie.

Tym istotnym czynnikiem powodującym nieprawidłowości w wycenie przedsiębiorstw wydaje się być natomiast fakt, iż znaczna część operacji gospodarczych, których składnikiem jest wycena z reguły realizowana jest w polu ścierania się potężnych interesów tworzoną przez pewien układ transakcyjny, a więc tam, gdzie waga jednostkowych rozstrzygnięć jest z

¹ Opracowanie niniejsze dotyczy oczywiście także wyceny spółek. Jednakże tam, gdzie identyfikacja kategorii wycenianego podmiotu jest nieistotna, w niniejszym opracowaniu używane będzie dla uproszczenia określenie „wycena przedsiębiorstwa”. W przypadkach, gdzie identyfikacja taka jest koniecznych będzie używane właściwe określenie wycenianego podmiotu.

² Z ogółu 8 453 przedsiębiorstw państwowych do końca 2006 r. przekształceniami własnościowymi objętych zostało 5.747 podmiotów, poza tym 1 654 przedsiębiorstwa gospodarki rolnej włączono do Zasobów Własności Rolnej Skarbu Państwa (ZWRSP) i zlikwidowano². Do końca 2006 r. przekształceniami objęto więc 7 401 przedsiębiorstwa, tj. 87,5% pierwotnego potencjału prywatyzacyjnego. zob. Barbara Błaszczuk, Sektor publiczny w Polsce i na świecie a polityka prywatyzacji, <http://www.pte.pl/pliki/0/247/Sektor%20publiczny%20w%20Polsce%20i%20na%20swiecie%20a%20polityka%20prywatyzacji>. Oznacza to, że sporządzonych być musiało co najmniej tyle samo, a praktycznie, znacznie więcej, wycen tych przedsiębiorstw.

³ W opracowaniu niniejszym pomija się wyceny dokonywane na użytek gry na giełdzie, gdzie podstawę decyzji inwestycyjnych (gra na zniżkę lub gra na zwyżkę) są dokonywane specjalnymi technikami wyceny przyszłej wartości akcji określonych przedsiębiorstw.

reguły bardzo duża. Transakcje zawierane w ramach tego układu zazwyczaj mają formę gry o sumie zerowej, czyli takiej, w której osiągnięcie przysporzenia przez jednego uczestnika powoduje umniejszenie, w tej samej wysokości, stanu posiadania przez drugiego gracza. Wycena jest istotną składową tej gry, gdyż manipulując sposobem wyceny, bądź też danymi bazowymi do wyceny, stosunkowo łatwo osiągnąć można określone przysporzenia bez konieczności dokonywania ekwiwalentnych wypłat. W takich sytuacjach nie ma miejsca na pomyłki.

Powyższa konstatacja pozwala przypuszczać, że omawiane nieprawidłowości w wycenie przedsiębiorstw są nierzadko mniej lub bardziej zamierzone. Upoważnia to z kolei do kwalifikowania części z nich ich jako nadużyć zmierzających do uzyskiwania nieuprawnionych przysporzeń przez podmioty uczestniczące w operacjach, w której wycena jest niezbędna.

Oczywiście nie zawsze transakcja sprzedaży przedsiębiorstwa zrealizowana po cenie znacznie odbiegającej od wartości rynkowej tego przedsiębiorstwa (nie wchodząc na razie bliżej w treść tego pojęcia) znamionuje nadużycie w wycenie przedsiębiorstwa. Nadużycie takie jest czymś innym, niż odchylenie prawidłowo pod względem metodologicznym sporządzonego oszacowania od wielkości, wyznaczonej na przykład przez wynik przetargu przeprowadzonego zgodnie z zasadami sztuki i wyznaczającego cenę, którą jesteśmy skłonni w danym momencie uznać za zgodną z wartością rynkową wycenianego przedsiębiorstwa.

Pierwszym z brzegu przykładem ilustrującym tę różnicę może być wycena rafinerii w Możejkach poprzedzająca zakup tego zakładu przez PKN ORLEN. Jak wiadomo rafineria ta, krótko po tym zakupie, została odcięta od zaopatrzenia w rosyjską ropę. Dzisiaj Możejki są podobno warte połowę tego, co zapłacili za nie Polacy kilka lat temu. Nie jest jasne, czym ta różnica została spowodowana: czy spadkiem wartości przedsiębiorstwa w ciągu tych dwóch lat, czy też raczej przeszacowaniem tej wartości w momencie jego zakupu. Być może wycena leżąca u podstaw decyzji o zakupie tej firmy nie odzwierciedliła faktycznego poziomu ryzyka dotyczącego pewności co do źródeł taniego zaopatrzenia dla tej rafinerii. Jeżeli jednak nawet tak było, nie musi to oznaczać, że wycena ta została sporządzona niezgodnie z zasadami sztuki (a tym bardziej, że w toku jej sporządzania dokonano nadużyć), gdyż tak radykalne i nie mające precedensu, wrogie posunięcie, jak odcięcie dostaw taniej rosyjskiej ropy, *ex ante* mogło być po prostu trudne do uwzględnienia.

Oczywiście nie będzie również nadużyciem błąd w dokonanej wycenie akcji spółki publicznej sporządzonej samodzielnie przez inwestora giełdowego grającego na zniżkę/zwyżkę akcji tej spółki. Natomiast nadużyciem może być nieprawidłowa wycena dokonana przez doradcę inwestycyjnego, sprokurowana w celu zagospodarowania środków finansowych inwestora w sposób niezgodnym z celem ich pomnażania.

Ostatni przykład wskazuje na istotny komponent operacji gospodarczej prowokującej nadużycie w wycenie przedsiębiorstwa. Jest nim ukształtowanie się pewnego układu instytucjonalnego, w ramach którego sporządzana jest wycena. Na układ ten składają się:

- istnienie dwóch stron, z których każda może osiągnąć, kosztem umniejszenia majątkowego drugiej strony, określone przysporzenie wskutek korzystnej dla siebie wyceny,

oraz dodatkowo

- istnienie podmiotu sporządzającego wycenę na zlecenie strony zainteresowanej wyceną (niekiedy sporządzającym wycenę może być strona uczestnicząca w operacji, dla realizacji której niezbędna jest wycena).

Tak więc przez nadużycie w wycenie przedsiębiorstwa rozumieć należałoby – i tak się to przyjmuje w niniejszym opracowaniu - oszacowanie wartości przedsiębiorstwa w sposób rażąco odbiegający od uznawanej metodologii postępowania w tym zakresie i skutkującego poszkodowaniem uczestnika operacji gospodarczej, w ramach której wycena taka była sporządzona.

Nie ulega wątpliwości, że szkodliwość nadużyć w wycenie przedsiębiorstwa jest znaczna. Nieprawidłowa wycena przedsiębiorstwa, jak każde nadużycie w sferze obrotu, w sposób oczywisty narusza ład gospodarczy. Naruszenia tego ładu przez omawiany rodzaj nadużyć, choć nie występują w skali masowej, są bardzo poważne ze względu na duży z reguły rozmiar operacji, którym one towarzyszą. W przypadku, gdy nadużycia tego rodzaju występują na styku sektora państwowego i sektora prywatnego, dodatkowo pojawia się skutek w postaci uszczuplenia dobra wspólnego, co z kolei w sposób szczególnie dotkliwy godzi także w ład społeczny.

Zjawisko nadużyć w wycenie przedsiębiorstwa, pomimo swej znacznej szkodliwości gospodarczej oraz społecznej, nadal nie jest dostatecznie rozpoznane. Skala nadużyć w tym zakresie jest liczbą ciemną⁴. Nie istnieją systematyczne badania tego zjawiska. Z tego powodu rozmiarów nadużyć w wycenie przedsiębiorstwa nie można określać ani liczbą postępowań karnych, ani liczbą wyroków sądowych, bowiem do sformułowania aktu oskarżenia dochodzi niezwykle rzadko, a do wyroków skazujących – chyba nigdy⁵.

Zarazem fakty ujawniane w mediach, a także wiedza pochodząca z wymiany doświadczeń pomiędzy osobami stykającymi się na gruncie zawodowym z operacjami, których składową jest wycena przedsiębiorstwa, pozwalają przypuszczać, że skala nadużyć w tej dziedzinie jest znaczna. W odniesieniu do sektora państwowego tę ocenę pośrednio potwierdzają: podjęta w 1992 r. uchwała Sejmu w sprawie przeciwdziałania patologicznym zjawiskom niegospodarności, nadużyć i korupcji w gospodarce oraz podjęta w 2007 r. uchwała Senatu w sprawie w sprawie korupcji politycznej⁶ a także liczne raporty NIK⁷.

Oczywiście, nieprawidłowości w zakresie wyceny przedsiębiorstw stanowią jedynie element całej gamy nadużyć, o których mówią wzmiankowane uchwały oraz raporty. Z kolei jednak, analiza czysto dedukcyjna wskazuje, że to manipulacje wyceną przedsiębiorstwa stanowią kluczowe ogniwo wielu rodzajów operacji generujących nadużycia. Dotyczy to zwłaszcza wzmiankowanego w uchwale Senatu proceduru, polegającego na nabywaniu majątku przy wykorzystaniu preferencji politycznych oraz będących przedmiotem uwagi NIK procedur prywatyzacyjnych.

Ciemną liczbę stanowi także rozmiar nadużyć w wycenie przedsiębiorstw poza sektorem

⁴ Nie jest to osobliwość wyłącznie tego typu nadużyć, ani nawet osobliwość gospodarki polskiej. Na przykład niemiecki badacz przestępstw gospodarczych, K. Liebl szacuje, że ciemna liczba przestępstw związanych z bankrutem, wynosiła około 80% (zob. K. Liebl, *Geplante Konkurse*, Freiburg, 1994, s. 11–29).

⁵ Autorowi nie udało się – mimo usiłowań – dotrzeć do zakończonych orzeczeniem kary lub nakazaniem zwrotu uzyskanych przysporzeń spraw sądowych, których przedmiotem byłyby nadużycia w wycenie. Prokuratoria Generalna, do końca 1998 r. uruchomiła zaledwie 20 spraw dotyczących prywatyzacji (zob. Sprawozdanie z działalności Prokuraturii Generalnej Skarbu Państwa w okresie od dnia 1 stycznia 2008 r. do dnia 31 grudnia 2008 r., s. 9.)

⁶ Zob. Uchwała Sejmu z dnia 1992 z dnia 14 lutego 1992 r. w sprawie przeciwdziałania patologicznym zjawiskom niegospodarności, nadużyć i korupcji w gospodarce.(M.P.92.7.46) oraz z Uchwała Senatu z z dnia 15 marca 2007 r. w sprawie korupcji politycznej (M.P.07.19.228).

⁷ Janusz Mierzwa w opracowaniu *Prywatyzacja w raportach NIK w latach 2000 – 2005*, [w:] *Raport o Przekształceniach Własnościowych w 2005 roku*, Ministerstwo Skarbu Państwa, 2006, s. 120, pisze: Skala nadużyć w procesach prywatyzacyjnych stwierdzonych w wyniku kontroli NIK jest ogromna.

państwowym. Banki oraz inne instytucje finansowe, uszkodzone wskutek nadużyć związanych z wyceną przedsiębiorstwa, mając na względzie z jednej strony chęć uniknięcia infamii związanej z toczącym się postępowaniem karnym w sprawach związanych z wyciekami aktywów banku, a drugiej - niską skuteczność tych postępowań, nierzadko wolą „zamieść sprawę pod dywan”, aniżeli upubliczniać ją poprzez zgłoszenie zawiadomienia o przestępstwie.

Utrudniony jest również dostęp do dokumentacji źródłowej na temat omawianych nadużyć. Operaty wycen z reguły są pieczołowicie chronione przez ich właścicieli, a w przypadku konieczności ujawnienia ich organom ścigania lub sądowi, znajdują się pod opieką procedur zawartych w kpa lub kpk.

Uderzająca jest też bezradność, a niekiedy wręcz bierność, organów ścigania wobec tych nadużyć. Nawet w spektakularnych, całkowicie ewidentnych, przypadkach (fakt rażącego nadużycia, podany „na tacy” przez NIK), organy te niejednokrotnie nie mogą poradzić sobie nawet z fazą formułowania zarzutów.

Przyczyny tej bezradności są oczywiście bardzo złożone. W przypadku wycen towarzyszących prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych zaliczyć do nich należy, immanentny zjawisku korupcji politycznej, mechanizm kamuflażu nadużyć. Zapewne dużą rolę odgrywał także w pewnym czasie nacisk na efekty budżetowe prywatyzacji, prowokujący do pewnego zaniedbywania standardów efektywnościowych w toku prowadzenia prac prywatyzacyjnych. Wśród omawianych przyczyn bez wątpienia istotne miejsce zajmuje strony duża złożoność oraz niejednorodność, a co zatem idzie, pewna wieloznaczność, wiedzy na temat wyceny przedsiębiorstw, mającej zarazem bez wątpienia cechy wiedzy specjalnej. Kłopoty z korzystaniem z tej wiedzy przez organy reprezentujące wymiar sprawiedliwości są ewidentne.

Przedstawione powyżej okoliczności zdecydowały, że w niniejszym opracowaniu jako metodę rozpoznania zjawiska nadużyć w wycenach przedsiębiorstw zastosowano analizę *case by case*. Opracowanie niniejsze, w części empirycznej, opiera się na analizie przypadków stanowiących przedmiot postępowań dochodzeniowych, karnych i administracyjnych. Znaczna część z tych postępowań została umorzona. Część z nich jest nadal prowadzona (z reguły bardzo przewlekłe). Z tego względu dane wrażliwe umożliwiające identyfikację podmiotów, których sprawy te dotyczą, zostały w niniejszym opracowaniu zakodowane lub przekształcone. W szczególnych przypadkach zmienione zostały parametry liczbowe charakteryzujące opisywane sytuacje, z zachowaniem jednak istotnych dla meritum sprawy porcji.

Podstawowym celem praktycznym opracowania jest rozpoznanie sposobów aranżowania oraz skutków ekonomicznych nadużyć w wycenie przedsiębiorstw, rozumianych jako dokonywanie tych oszacowań w sposób rażąco odbiegający od przyjętej powszechnie metodologii postępowania w tym zakresie i prowadzący do ewidentnych szkód w mieniu jednej ze stron uczestniczących w operacji gospodarczej, w której taka wycena jest niezbędna.

W sferze metodologicznej celem opracowania jest rozpoznanie poprawności i efektywności proponowanej definicji nadużyć w wycenie przedsiębiorstw jako kryterium oceny i kwalifikacji prawno-karnej przypadków nieprawidłowości w omawianych wycenach.

Ustalenia poczynione w niniejszym opracowaniu mogą być także przydatne nie tylko do usprawnienia przeciwdziałania najbardziej rażącym przypadkom nadużyć w wycenie przedsiębiorstw na gruncie karnym, ale także do eliminowania nieprawidłowości niezamierzonych, wynikających po prostu z niedostatecznych umiejętności sporządzania wycen oraz ich analizowania pod kątem przydatności do wykorzystania w określonych

operacjach gospodarczych.

2. PODSTAWY TEORETYCZNE WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Kłopoty z wyceną przedsiębiorstwa zaczynają się już przy definicji pojęć podstawowych. Nie wywołuje na ogół kontrowersji stwierdzenie, że wycena służy przede wszystkim oszacowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. To właśnie wartość rynkowa jest przedmiotem oszacowań dokonywanych dla potrzeb działań wymienionych na wstępie rozdziału 1 jako główne obszary operacji gospodarczych, w których niezbędna jest wycena⁸. Jednakże już co do tego, jak definiować tę podstawową kategorię wyceny - jednomyślności brak.

Do kłopotów tych walenie przyczynia się niejednoznaczność pojęcia „wartość”⁹. Być może z tego powodu głoszony jest nierzadko pogląd, że wartość rynkowa – to po prostu cena, po której zrealizowana została określona transakcja. Pogląd taki wspierany jest także argumentem, że stosunek różnych uczestników rynku do wartości przedsiębiorstwa jest niejednakowy, a więc skażony subiektywnością. Głosiciele takich poglądów argumentują, że jedynym weryfikatorem ceny jest rynek i jeżeli taka, a nie inna, cena została wynegocjowana, to jest to dowodem na to, że taka właśnie jest cena rynkowa.

A oto przykład takiego stanowiska pochodzący z badanej dokumentacji prywatyzacyjnej (Przypadek A):

„Z punktu widzenia stron wartość przedsiębiorstwa stanowi sumę korzyści, jakie mogą one osiągnąć z tytułu posiadania prawa własności do całości przedsiębiorstwa. W przypadku pakietu akcji, jego wartość dla każdej ze stron jest równa korzyściom, jakie przyniesie im posiadanie tego pakietu (...) Wychodząc z przedstawionej wyżej definicji można stwierdzić, że wartość przedsiębiorstwa jest pojęciem zależnym od tego, która ze stron transakcji dokonuje jej oszacowania, gdyż w przypadku każdej z nich dokonywana jest ocena przyszłych możliwych do uzyskania korzyści.”

Na powyższym wywodzie zbudowana została następująca definicja wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W omawianej dokumentacji stwierdza się mianowicie:

„Z kolei wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest ceną, po której następuje przeniesienie własności przedsiębiorstwa między stronami. Jest ona ściśle związana z samą transakcją sprzedaży. Na jej wysokość wpływają zarówno oceny wartości przedsiębiorstwa dokonywane przez strony transakcji, jak też warunki panujące na rynku praw własności przedsiębiorstw i szerzej – na rynku kapitałowym. W odróżnieniu od wartości przedsiębiorstwa, cena (wartość rynkowa) jest taka sama dla obu stron transakcji i musi być przez nie zaakceptowana”.

Łatwo wykazać, że powyższe rozumowania prowadzą na manowce. Zupełnie niezrozumiałą jest pogląd zawarty w pierwszym z cytowanych fragmentów, głoszący, że wartość miałaby być zależna od stron transakcji. Przecież korzyści płynące z posiadania pakietu akcji spółki są wymierne i oczywiste (zwłaszcza, jeżeli spółka jest notowana na giełdzie). Polegają one po prostu na uzyskaniu przychodu z tytułu ich ewentualnej sprzedaży po kursie giełdowym oraz na uzyskaniu prawa do dywidendy. Rozmiary tych korzyści w żadnym stopniu nie zależą od tego, czy te akcje w danym momencie posiada sprzedawca, czy też już nabywca, który chwilę wcześniej kupił je od sprzedawcy a także od tego, co strony danej transakcji myślą na ten

⁸ Poza zakresem rozważań zawartych w niniejszej pracy są przypadki, w których wycena służy określeniu innemu, niż wartość rynkowa, oszacowaniu, na przykład wartości inwestycyjnej wyliczanej dla potrzeb gry na giełdzie i dokonywanej na rachunek własny wyceniającego..

⁹ Na ten temat zob. E. Mączyńska, Wycena przedsiębiorstw, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005 r., ss. 16-21. Autorka specyfikuje 19 znaczeń pojęcia „wartość”.

temat¹⁰.

Nietrudno zauważyć, że zaprezentowane powyżej ujęcie wartości rynkowej przedsiębiorstwa legitymizuje - jako jego wartość rynkową - dowolną cenę transakcyjną bez względu na to, jak mocno skażona byłaby ona nierynkowymi uwarunkowaniami. Oczywistą konsekwencją tego skrajnie relatywistycznego ujęcia wartości rynkowej jest to, że praktycznie umożliwia ono – skoro każda cena transakcyjna, może być *de facto* legitymizowana jako rynkowa - kamuflowanie wszelkich nadużyć w sferze wyceny.

Jeżeli jednak można zrozumieć intencje formułowania tez sugerujących tak daleko posuniętą relatywizację pojęcia wartość przedsiębiorstwa przyświecające autorom najbardziej bulwersujących wycen, to zupełnie niezrozumiały jest fakt, że poglądy tego rodzaju bliskie są poglądom zleceniodawców takich analiz. Okazuje się bowiem, że poglądy zbliżone do powyższych, także sugerujące daleko posuniętą relatywizację pojęcia „wartość przedsiębiorstwa”, można znaleźć w publikacjach firmowanych przez instytucję stojącą na straży interesu Skarbu Państwa w transakcjach prywatyzacyjnych. I tak na przykład, w wydanym przez Ministerstwo Skarbu Państwa *Raporcie o Przekształceniach Własnościowych w 2007 roku* znajduje się publikacja „*Rola analiz przedprywatyzacyjnych w procesach prywatyzacji*” opracowana przez pracownika Departamentu Studiów i Analiz, w której na wstępie wątku dotyczącego wartości przedsiębiorstwa autor stwierdza¹¹:

„Kluczowym problemem staje się unifikacja takiej kategorii i metod jej kształtowania, jak: obiektywna (rzetelna) wartość przedsiębiorstwa. Postawmy przez to kontrowersyjną hipotezę, iż jeżeli istnieje metoda ustalenia obiektywnej wartości przedsiębiorstwa, metoda oceny poprawności tego ustalenia i poprawności uzyskanej wartości oraz metoda wykorzystania tej wartości w określonym procesie decyzyjnym, a także metoda oceny poprawności tego wykorzystania, to istnieje przesłanka do konstrukcji ram konceptualnych procesu standaryzacji dziedziny wyceny przedsiębiorstwa, w wymiarze przedmiotu i podmiotu decyzyjnego”.

Innymi słowy, zdaniem autora publikacji, standaryzacja wyceny przedsiębiorstwa jest uwarunkowana istnieniem metody ustalenia obiektywnej wartości przedsiębiorstwa, metody oceny poprawności tego ustalenia i poprawności uzyskanej wartości oraz metody wykorzystania tej wartości w określonym procesie decyzyjnym, a także metody oceny poprawności tego wykorzystania. Można domniemywać, że jeżeli którejs z wymienionych powyżej metod zabraknie, to wówczas nie można już formułować dezyderatów o standaryzacji wyceny przedsiębiorstw.

¹⁰ A. Damodaran ujmuje to następująco: „Oczywistym postulatem inwestowania na zdrowych zasadach jest stwierdzenie, że inwestor nie zapłaci za dane aktywo więcej, niż jest ono warte. Stwierdzenie to, wydaje się całkowicie logiczne i oczywiste, ale niekiedy jest zapomniane i musi być ponownie odkrywane przez kolejną generację inwestorów na wszystkich możliwych rynkach. Są oczywiście ludzie zakłamanani do tego stopnia, iż twierdzą, że ta wartość istnieje jedynie w percepcji obserwatora i że określoną cenę może weryfikować fakt gotowości innych inwestorów skłonnych tę cenę zapłacić. Jest to ewidentny absurd. Tego rodzaju percepcja może być decydująca, gdy aktywem jest obraz lub rzeźba, jednakże nie nabywamy, ani też nawet nie powinniśmy nabywać, aktywów z powodów estetycznych, ani emocjonalnych; nabywamy aktywa finansowe, dlatego, że spodziewamy się uzyskać dzięki nim przyływ strumienia gotówki. W rezultacie, percepcja wartości musi mieć oparcie w realiach, o oznacza, że cena, którą płacimy za dane aktywo powinna odzwierciedlać przepływ gotówki, który spodziewamy się uzyskać dzięki temu. Modele wyceny próbują właśnie powiązać wartość z poziomem niepewności co do spodziewanego wzrostu tych strumieni gotówki. A. Damodaran, What is valuation, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

¹¹ Rola analiz przedprywatyzacyjnych w procesach prywatyzacji, Ministerstwo Skarbu Państwa, Raport o Przekształceniach Własnościowych w 2007 roku, Warszawa 2009, s.172 (publikacja dostępna na stronie internetowej MSP). Osobliwością tej publikacji jest fakt, że jej autor pozostał anonimowy. Jedyne w przedmowie do całego Raportu wskazuje się, że autorem publikacji jest pracownik Departamentu Analiz MSP. Niejasne jest, czy w ten „półoficjalny” sposób zademonstrowane zostało stanowisko Departamentu (a może całego MSP), czy też o anonimowości publikacji zdecydowały inne względy.

Następnie, cytując obficie, choć selektywnie, literaturę przedmiotu, autor wywodzi: że właśnie takich metod, warunkujących standaryzację wycen przedsiębiorstw nie ma; że co więcej, nie istnieje nawet pojęcie „wartości, czy ceny przedsiębiorstwa”; że każda rzecz jest warta tyle, za ile da się ją za pomocą danych decyzji spozycjonować na rynku i sprzedać; że nie ma metody wyceny wartości przedsiębiorstwa, bo, choć wartość ta istnieje, to nie istnieje jej definicja, a przez to punkt odniesienia do jej oceny.

Wywody te służą w istocie fundamentalnemu podważeniu dokonywanej przez NIK krytyki skontrolowanych wycen prywatyzacyjnych. Autor publikacji bowiem stwierdza¹²:

„Wszystkie elementy, które determinują wartość, mogą w różny sposób tę wartość zwiększyć lub zmniejszyć, w zależności od tego, jaki katalog składowych legł u podstaw jej sporządzenia. Zasadniczym przykładem tej wrażliwości wartości na wybrane czynniki są stosowane metody wyceny. Z jednej strony żadna metoda nie posiada monopolu na ustalanie poprawnej wartości, z drugiej różne są wyniki uzyskiwane przy ich zastosowaniu. Mimo iż domagamy się określenia „prawdziwej wartości”, to pewnym jest, że choć kategoria taka empirycznie istnieje, to nie istnieje jednak praktyczny sposób jej ustalenia. W raportach z kontroli procesów prywatyzacji Najwyższej Izby Kontroli często pojawia się stwierdzenie, iż Minister Skarbu powinien zapewnić ustalenie rzetelnej i aktualnej wartości prywatyzowanych podmiotów. Nie wskazuje się jednak przy tym, co należy rozumieć pod pojęciem rzetelnej wartości. Skoro nie istnieje definicja pojęcia prawdziwej albo rzetelnej wartości przedsiębiorstwa, to jak zatem mogą istnieć metody jej rzetelnego ustalenia. Pytanie to nabiera szczególnego znaczenia, gdy poszukuje się błędów wyceny i podejmowanych na jej podstawie decyzji, w braku możliwości określenia, co należy rozumieć pod pojęciem takiego błędu i jak oraz gdzie należy go szukać”.

Tezę, że wartość przedsiębiorstwa jest kategorią relatywną autor wzmacnia konkluzją, że „Wartość przedsiębiorstwa jest zmienną w czasie i przestrzeni” ilustrując ją nieopisanym, co prawda, wykresem pokazującym, jak może zmieniać się wartość przedsiębiorstwa w czasie¹³:

- przed wyceną,
- na moment wyceny,
- na moment sprzedaży,
- po sprzedaży.

Trudno zaakceptować głoszony w cytowanej publikacji MSP pogląd kwestionujący możliwość zdefiniowania pojęcia „wartość rynkowa przedsiębiorstwa”. Jeszcze większe wątpliwości budzi postawienie *iunctim* między tezą kwestionującą możliwość zdefiniowania pojęcia „wartość rynkowa przedsiębiorstwa” a możliwości istnienia metod rzetelnego sposobu określania tej wartości. Prezentowanie takiego stanowiska w miarodajnym wydawnictwie centralnego organu państwa, odpowiedzialnego za ponad 7 000 prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych i co najmniej za tyle samo wycen tych przedsiębiorstw uznać należy za niefortunne i nie budujące dobrej atmosfery wokół prywatyzacji.

Trudno oczywiście zaprzeczyć, że nie da się ustalić wartości rynkowej przedsiębiorstwa jako powszechnie akceptowanej wielkości, w taki sposób, w jaki na przykład może być ustalona na przykład rynkowa wartość jajek na targowisku w ostatnią środę przed Wielkanocą¹⁴. Ustalenie takiej empirycznie weryfikowalnej ceny uniemożliwia chociażby brak bazy danych o porównywalnych transakcjach - poszczególne akty sprzedaży przedsiębiorstwa są zazwyczaj zdarzeniami mniej lub bardziej unikalnymi. W przypadku sprzedaży przedsiębiorstw państwowych niebagatelny wpływ na wynegocjowany poziom ceny może

¹² Tamże, s. 173.

¹³ Tamże, s. 175.

¹⁴ Problem ten nie występuje tak dramatycznie jedynie w przypadku spółek giełdowych, bowiem dla nich można ustalić cenę rynkową na bazie ciągłych notowań akcji tych spółek, zwłaszcza, jeżeli wolumen obrotu tymi akcjami jest znaczny - choć i w tym obszarze nierzadkie są manipulacje wartością przedsiębiorstwa (zob. Załącznik K).

mieć dodatkowo zawartość tzw. pakietu inwestycyjnego i socjalnego towarzyszącego transakcji. W odniesieniu zatem do sprzedaży przedsiębiorstwa mechanizm rynkowy, który działa poprzez porównanie ceny oferowanej przez kontrahenta z cenami uzgodnionych w innych, identycznych transakcjach, nie weryfikuje tej ceny w sposób bezpośredni, tak jak to się dzieje z cenami wyrobów, którymi handel odbywa się na skalę masową.

Nie jest jednak prawdą, że nauki ekonomiczne nie wypracowały podstaw teoretycznych dla opracowania metod zapewniających rzetelną wycenę przedsiębiorstw także w przypadkach, gdy przy ustalaniu wartości rynkowej brak jest punktu odniesienia w postaci bazy porównywalnych transakcji. W takich przypadkach bowiem wartość przedsiębiorstwa jest określana w oparciu o procedury, które na bazie metodologicznie ugruntowanych założeń pozwalają odzwierciedlić w sposób zadowalający jego wartość rynkową.

Podstawę teoretyczną budowy tych procedur stanowić może definicja pojęcia „wartość rynkowa” podana w Międzynarodowych Standardach Wyceny (MSW). Mianowicie definicja 3.1 będąca składową MSW I. *Wartość rynkowa jako podstawa wyceny precyzuje*¹⁵:

„Wartość rynkowa, to szacowana kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za składnik mienia, zakładając, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej oraz upłynął odpowiedni okres eksponowania nieruchomości na rynku”.

Wycenie przedsiębiorstw poświęcone są **Wskazówki Interpretacyjne WI 6** zawarte w MSW . W szczególności we wskazówce interpretacyjnej 5.1 stwierdza się¹⁶:

„5.1. Wycena przedsiębiorstwa może być wymagana w licznych sytuacjach, takich, jak nabywanie i zbywanie przedsiębiorstw, fuzje, wycena udziałów własnościowych i tym podobne.

5.1.1. Kiedy określony cel wyceny wymaga określenia wartości rynkowej rzeczoznawca majątkowy powinien zastosować definicje procesy i metodologię zgodne z przepisami zawartymi w MSW I.”

Pewnego rodzaju definicyjną „protezą” pojęcia „wartość rynkowa” jest pojęcie „godziwa wartość rynkowa” (*fair market value*), którego klasyczna już definicja, podana przez amerykański Urząd Skarbowy w 1959 r. brzmi następująco¹⁷:

„Cena, po której majątek zmienilby właściciela przechodząc z rąk chętnego do sprzedaży sprzedawcy w ręce chętnego do kupna nabywcy w sytuacji, gdy ten pierwszy nie jest zmuszony do sprzedaży, a ten drugi nie jest zmuszony do kupna i obie strony zaznajomione są ze wszystkimi szczegółami transakcji. Ponadto, orzeczenia sądowe często stwierdzają, że zakłada się również, iż zarówno potencjalny nabywca, jak i potencjalny sprzedawca mogą i chcą zawrzeć transakcję kupna-sprzedaży, oraz że są poinformowani o stanie majątku i znają realia rynkowe”.

Warto zauważyć, że paradygmatem wymienionej powyżej definicji jest, że hipotetyczny sprzedawca dąży do uzyskania możliwie wysokiej ceny, a hipotetyczny nabywca - przeciwnie, dąży do zapłacenia możliwie niskiej ceny. Na tej podstawie przyjmuje się właśnie, że do transakcji dochodzi się właśnie na poziomie ceny wyznaczonej przez wymienione powyżej oszacowanie ceny rynkowej przedsiębiorstwa.

¹⁵ Zob. Międzynarodowe Standardy Wyceny, 2007, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009, s.75.

¹⁶ Tamże, s. 211.

¹⁷ Zob. Bradford Cornel, Wycena spółek, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1999, s. 7.

Przeciwstawne dążenia stron powodują, że należy odróżniać w praktyce wartość rynkową spółki od jej ceny, określonej w umowie sprzedaży. Nie każda transakcja w zakresie sprzedaży spółek jest realizowana bowiem po cenie równej wartości rynkowej. Konkretna cena *transakcyjna* może odchyłać się od wartości rynkowej z różnych powodów – w praktyce strony różnią się przecież od siebie stopniem poinformowania, determinacją w działaniu, talentami negocjacyjnymi.

Godziwa wartość rynkowa przedsiębiorstwa – może być zatem zdefiniowana jako oszacowanie dokonane na bazie metodologii (nazywanej niekiedy standardami) odzwierciedlającej w sposób maksymalnie adekwatny mechanizm rynkowy. Tak zbudowaną definicję można także bez przeszkód uznać za podstawę teoretyczną wycen sporządzanych w ramach działań prywatyzacyjnych.

3. METODY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA

3.1. Założenia ogólne

Praktyka wskazuje, że niezależnie sporządzane oszacowania wartości tego samego przedsiębiorstwa, dokonywane na ten sam dzień wyceny, często znacznie różnią się między sobą. Różnice te wynikać mogą ze stosowania różnych metod wyceny a także z przyjmowania różnej wartości parametrów pomocniczych w ramach tej samej metody. Nie ulega wątpliwości, że tego rodzaju rozbieżności siłą rzeczy dyskwalifikują rekomendacje na nich oparte, bowiem sytuacja taka narusza oczywisty wymóg jednoznaczności oszacowania.

Z tego powodu niezmiernie ważnym, choć nader często niedocenianym, etapem sporządzania prawidłowej pod względem metodologicznym wyceny przedsiębiorstwa/jego składników majątkowych jest opracowanie założeń wyceny. Założenia te polegają przede wszystkim na dokonaniu uzasadnionego metodologicznie doboru metody wyceny do specyfiki wycenianego przedsiębiorstwa, do celu wyceny a także na określeniu sposobu interpretacji wyników wyceny.

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na wybór metody wyceny jest sytuacja ekonomiczno-finansowa wycenianego przedsiębiorstwa. Z tego powodu w wielu przypadkach wycena powinna być, co do zasady poprzedzana analizą *due dilligence* gruntownie „prześwietlającą” wyceniane przedsiębiorstwo.

Wśród typowych celów (przesłanek) wyceny przedsiębiorstwa wymienić można:

- ustalenie/ocena oferty cenowej;
- bilansową aktualizację wartości aktywów i pasywów;
- ocenę zdolności kredytowej;
- określenie wielkości opodatkowania;
- ubezpieczenie biznesu/szacowanie odszkodowania.

Interpretacja wyników wyceny polega przede wszystkim na określeniu poziomu zaufania do otrzymanych wyników z punktu widzenia celu wyceny – poprzez wskazanie ryzyk dla poszczególnych oszacowań oraz poprzez ocenę wrażliwości tych oszacowań na poszczególne czynniki ryzyka.

Zasadniczo biorąc, metody wyceny przedsiębiorstwa dzielą się na majątkowe i dochodowe. Oprócz nich wyróżnia się także grupę metod porównawczych¹⁸, które w istocie również

¹⁸ Przedstawione poniżej omówienie nie jest oczywiście samoistną i kompletną prezentacją metod wyceny przedsiębiorstw, a jedynie pewnym streszczeniem, mającym funkcje pomocnicze w stosunku do zasadniczego wątku niniejszego opracowania, jakim jest problem nadużyć w wycenie przedsiębiorstw. Z tego względu

stanowią pewną odmianę metod dochodowych.

Metody majątkowe polegają na określeniu wartości przedsiębiorstwa poprzez dokonanie wyceny jego poszczególnych składników majątkowych (aktywów), zsumowaniu ich wartości, a następnie pomniejszeniu tej sumy o wartość zobowiązań (pasywów obcych).

Metody dochodowe polegają na ujęciu przedsiębiorstwa jako generatora dochodów dla właściciela, co pozwala określać jego wartość rynkową poprzez zdolność do przynoszenia dochodu temu właścicielowi.

Metody porównawcze polegają na ustaleniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa na podstawie informacji o przedsiębiorstwach podobnych, ale takich, których wartość rynkowa jest znana.

Uznaje się powszechnie, że w wycenie przedsiębiorstw znaczenie priorytetowe ma wycena dochodowa. O ile bowiem wycena majątkowa jest zwykłą sumą arytmetyczną wartości poszczególnych aktywów przedsiębiorstwa pomniejszoną o wartość pasywów obcych, o tyle wycena dochodowa jest także odzwierciedleniem walorów synergicznych przedsiębiorstwa tkwiących w jego potencjale kadrowym, stopniu zorganizowania, reputacji - przejawiających się w szczególności w zdolności do kreowania zysku¹⁹.

Z powyższej charakterystyki wynika także, iż wyceny sporządzane metodą dochodową powinny dawać, co do zasady, wyższe oszacowanie, uwzględniające właśnie wzmiankowany powyżej efekt synergii, niż wyceny sporządzane metodami majątkowymi. Ta ostatnia spełnia wtedy rolę pomocniczą.

Jeżeli jednak spółka generuje dochód relatywnie niski albo wręcz stratę, to wówczas za bardziej miarodajne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa uznać należy wycenę majątkową. W tej sytuacji to właśnie majątek, a nie zdolność generowania zysku, odzwierciedla rynkową wartość przedsiębiorstwa. Na tę wartość składa się w danym przypadku wartość inwentarza netto, a więc to, za ile ten inwentarz można po prostu oddzielnie sprzedać/kupić na rynku²⁰. Stwierdzenie to wsparte jest następującym rozumowaniem²¹:

„W stosunku do firm o złej reputacji rynkowej i negatywnych wynikach finansowych nie można stosować podejścia dochodowego, opierającego się na ocenie zdolności do generowania nadwyżek finansowych, albowiem wartość tych podmiotów byłaby ujemna, a przecież dysponują one materialnym, a niekiedy również niematerialnym (np. patenty) majątkiem, stanowiącym źródło wartości”.

Z powyższych wywodów wynika, że co do zasady, przedsiębiorstwo znajdujące się w dobrej kondycji, generujące przyzwoite zyski – wyceniać należy metodą dochodową, natomiast przedsiębiorstwo o słabej kondycji ekonomiczno-finansowej, nie generujące zysków lub generujące zysk niewielki – wyceniać należy metodą majątkową²².

niektóre metody wyceny w tej prezentacji są pominięte, jak na przykład metoda opcji realnych stosowana raczej dla potrzeb inwestycji giełdowych.

¹⁹ W miarę doskonalenia metod wyceny ten aspekt przewagi metod dochodowych nad metodami majątkowymi ulega pewnemu osłabieniu wskutek poszerzania wachlarza palety aktywów niematerialnych (pozabilansowych), których wycena staje się aprobowana.

²⁰ Sprzedając przedsiębiorstwo jako całość zorganizowaną możemy osiągnąć dodatkowy bonus z tytułu sprzedaży go jako całości zorganizowanej. Sprzedając przedsiębiorstwo „sztuka po sztuce” nie osiągamy tego bonusu.

²¹ A. Wyczarska i N. Tu-van, Metody wyceny przedsiębiorstw: www.e-finanse.com/san

²² To zastrzeżenie odnosi się, zasadniczo biorąc, do wycen realizowanych w układzie transakcyjnym. Wycena

Praktyką zalecaną i często stosowaną w celu zwiększenia wiarygodności wyceny przedsiębiorstwa jest szacowanie jej w postaci przedziału, którego dolną krawędź można interpretować na przykład jako wartość minimalną, poniżej której przedsiębiorstwa w żadnym przypadku nie warto sprzedawać, a górną krawędź – jako wartość maksymalną, rozumianą na przykład jako najwyższa, po stronie sprzedawcy, cena na otwarcie negocjacji, taka, która nie zniechęci potencjalnego inwestora do kontynuowania dalszych negocjacji. Dokonywanie w taki sposób oszacowania wartości przedsiębiorstwa może stanowić pewne ułatwienie w procesie negocjacji ceny z potencjalnym inwestorem.

W toku określania wartości przedsiębiorstwa w postaci przedziału ważne jest, aby różnica pomiędzy oszacowaniami „brzegowymi” nie była zbyt duża. Jeżeli rozpiętość pomiędzy wartościami różnych wycen spółki jest znaczna (większa, niż 10-15%), oznacza to, że co najmniej jedna z tych wycen nieprawidłowo aproksymuje wartość rynkową spółki i powinna zostać zdyskwalifikowana.

3.2. Metody majątkowe

Wśród metod majątkowych, jako bazową, wskazać należy metodę wyceny według wartości księgowej netto. Ogólny model wyceny według wartości księgowej ujęty jest następującą formułą:

$$W = A - PO, \quad (1)$$

przy czym:

W - wartość księgowa netto,

A –wartość bilansowa aktywów ogółem,

PO – wartość bilansowa pasywów obcych.

Ponieważ

$$P = PO + KW, \quad (2)$$

gdzie

P – wartość bilansowa pasywów ogółem,

KW – kapitały własne,

przeto, wykorzystując podstawowe równanie bilansowe

$$A = P, \quad (3)$$

oraz dokonując we wzorze (1) prostego podstawienia, otrzymujemy

$$W = P - PO, \quad (4)$$

a następnie, wykorzystując wzór (2)

$$W = KW. \quad (5)$$

Pewnym niedostatkiem metody księgowej jest to, że wartość bilansowa niektórych aktywów odchyłać się może od ich bieżącej wartości rynkowej. Dotyczy to w szczególności środków trwałych (zwłaszcza nieruchomości) oraz długoterminowych aktywów finansowych – przyjmowanych zazwyczaj do bilansu według ceny nabycia, która może następnie znacznie odchyłać się od bieżącej wartości rynkowej.

akcji spółki publicznej dokonywana na własny rachunek przez inwestora, poprzedzająca decyzję o zakupie/sprzedazy akcji – może być oczywiście sporządzana dowolną metodą.

Metodą, która pozwala usunąć powyższą niedogodność jest metoda wyceny przedsiębiorstw według skorygowanych aktywów netto. W metodzie tej wartość bilansową aktywów zastępujemy ich wartością rynkową. W ten sposób wszystkie pozycje bilansowe i pozabilansowe po stronie aktywów przyjmowane są konsekwentnie według ich wartości rynkowej.

Wśród wycenianych aktywów przedsiębiorstwa szczególne miejsce zajmują nieruchomości. Do sporządzania miarodajnych operatów zawierających ich wycenę rynkową uprawnieni są certyfikowani rzeczoznawcy.

Wycena nieruchomości dokonywana jest, najogólniej biorąc, jedną z trzech metod (w terminologii fachowej nazywanych podejściami), a mianowicie²³:

- porównawczą,
- dochodową,
- kosztu odtworzenia.

Od pewnego czasu uznaje się za dopuszczalne objęcie wyceną także aktywów niematerialnych takich, jak umiejętność zarządzania, marketing, know-how, ocena zdolności kredytowej, siła robocza, funkcjonujący sprzęt, goodwill a także różnorodne prawa (np. patenty, prawa autorskie, franszyzę, kontrakty)²⁴.

Szczególną odmianą wyceny majątkowej jest wycena według wartości likwidacyjnej. Określa ona wartość rynkową przedsiębiorstwa przy założeniu, że ulega ono z jakiegoś powodu likwidacji. Ogólny schemat wyceny jest podobny, do schematu wyceny według skorygowanych aktywów netto. Modyfikacje polegają na dokonywaniu w ramach wyceny likwidacyjnej dodatkowej korekty wartości pewnych aktywów (zazwyczaj nieruchomości, niektórych trudno zbywalnych ruchomości, należności spornych itp.) o wielkość prawdopodobnych rabatów niezbędnych do upłynnienia tych aktywów w ograniczonym harmonogramem likwidacji czasie oraz na uwzględnieniu kosztów likwidacji przedsiębiorstwa, zazwyczaj przy założeniu, że wyceniane przedsiębiorstwo wstrzymuje lub stopniowo ogranicza do zera, prowadzoną działalność komercyjną.

Wycena likwidacyjna służy nie tylko do wyceny przedsiębiorstwa rzeczywiście likwidowanego. Może być ona niekiedy wykorzystywana do określania dolnej krawędzi przedziału wyceny w negocjowaniu ceny przedsiębiorstwa działającego (jako najniższej ceny transakcyjnej możliwej do zaakceptowania przez sprzedawcę).

3.3. Metody dochodowe

Podstawową, w grupie metod dochodowych, jest metoda zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF)²⁵. W tej metodzie wyceny wartość przedsiębiorstwa określona jest jako strumień gotówki netto (wpływów pomniejszonych o wydatki) uzyskiwany w określonym przedziale czasu (minimum 5 lat) z tytułu funkcjonowania spółki, powiększony o tak zwaną wartość rezydualną spółki i zdyskontowany przy zastosowaniu stopy dyskonta odzwierciedlającej poziom ryzyka związanego z danym przedsiębiorstwem. Rachunek ten przedstawia wzór (6)

²³ Zob. Standardy Zawodowe Rzeczoznawców Majątkowych, Zdzisław Małecki (Kierownik zespołu), Stanisława Kalus, Tomasz Telega, Andrzej Kalus, Krzysztof Grzesik, Zygmunt Bojar, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa, lipiec 2000 r. **s.**

²⁴ Zob. Międzynarodowe Standardy Wyceny, 2007, s.61.

²⁵ Ogólnie przyjęty skrót DCF pochodzi od angielskiej nazwy metody „Discounted Cash Flow Method”.

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d_t)^t} + V, \quad (6)$$

gdzie:

DCF – zdyskontowane przepływy gotówkowe (wartość przedsiębiorstwa),

CF_t – wolne przepływy pieniężne (różnica pomiędzy wartością prognozowanego strumienia przyszłych przychodów gotówkowych a wartością prognozowanego strumienia wydatków gotówkowych) w okresie t ,

d_t – stopa dyskontowa w okresie t ,

t – kolejne lata okresu obliczeniowego.

V – wartość rezydualna.

Sposób obliczania stopy dyskonta przedstawia wzór (7).

$$d_i = r_0 + \beta_i r_p, \quad (7)$$

gdzie:

r_0 – stopa wolna od ryzyka,

r_p – premia za ryzyko,

β_i – współczynnik beta dla waloru i -tego.

Wskaźnik beta definiuje się jako iloraz kowariancji stóp zwrotu k_i z i -tego waloru ze stopami zwrotu z portfela rynkowego k_m oraz wariancji stóp zwrotu k_m z portfela rynkowego. Sposób wyliczania tego wskaźnika przedstawia wzór (8).

$$\beta_i = \frac{Cov(k_i, k_m)}{\sigma_m^2}, \quad (8)$$

gdzie:

k_i – stopa zwrotu waloru i ,

k_m – stopa zwrotu portfela rynkowego,

zaś stopa zwrotu waloru k_i wyliczana jest jako (9):

$$k_i = \frac{kp_i - kk_i}{kp_i}, \quad (9)$$

gdzie:

kk_i – wartością waloru i -tego na koniec danego okresu,

kp_i – wartością tego waloru na początek danego okresu.

Ze wzorów (6) i (7) wynika, że zależność pomiędzy wartością wskaźnika beta a wartością przedsiębiorstwa jest następująca: Wzrost wskaźnika beta generuje spadek wartości oszacowania przedsiębiorstwa. Natomiast spadek wskaźnika beta generuje wzrost wartości oszacowania przedsiębiorstwa.

Wskaźnik beta akcji (funduszu, portfela akcji) stanowi miarę zmienności wartości tej akcji (funduszu, portfela) odniesioną do reszty rynku. Wskaźnik ten informuje, z jaką siłą zmiany stopy zwrotu akcji (funduszu, portfela) reagują na zmiany stopy zwrotu wybranego indeksu charakteryzującego rynek jako całość, bądź wybrany sektor rynku. Właściwość ta pozwala interpretować wskaźnik beta jako miarę ryzyka związanego z daną akcją (funduszem, portfelem).

Jeżeli wskaźnik beta danej akcji jest większy niż 1, to stopa zwrotu tej akcji wzrasta (lub spada) gwałtowniej, niż stopa zwrotu czynnika objaśniającego – indeksu giełdowego. Zatem jest to przesłanka posiadania takiego waloru w czasie dobrej koniunktury a zarazem wyzbywania się go w czasie złej koniunktury.

Jeżeli wartość wskaźnika beta danej akcji jest ułamkiem dodatnim mniejszym od 1, oznacza to stopa zwrotu tej akcji wzrasta (lub spada) gwałtowniej, niż stopa zwrotu czynnika objaśniającego. Zatem jest to przesłanka wyzbywania się tego waloru w czasie dobrej koniunktury i ewentualnego posiadania go w czasie złej koniunktury.

Wskaźnik beta odznacza się dużą wrażliwością na sposób wyznaczania go. Z tego powodu do sposobu wyznaczenia wskaźnika beta dla danego projektu należy podchodzić z dużą starannością.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na następujące czynniki, które należy rozważyć przy wyznaczaniu wskaźnika beta²⁶:

Wybór portfela rynkowego jako poziomu odniesienia dla określania wartości wskaźnika beta dla danego waloru. Dokonując tego wyboru należy decydować się na indeks o odpowiedniej dywersyfikacji, który adekwatnie odzwierciedla ruchy stopy zwrotu danego rynku (jego segmentu)²⁷;

Przedział czasowy między obserwacjami: Stopy zwrotu można obliczać w okresach jednodniowych, tygodniowych, a także miesięcznych (w zależności od przyjętej strategii inwestycyjnej); spekulacje krótkookresowe wymagać mogą danych z notowań codziennych, do prowadzenia inwestycji długoterminowych wystarczą notowania miesięczne;

Przedział czasu objęty badaniem: Minimalny przedział czasu, w którym prowadzi się badania wynosić powinien około sześć miesięcy; przy obserwacjach miesięcznych okres badania wynosić powinien przynajmniej 2-3 lata²⁸.

Sposób obliczeń: Standardowy sposób polega na zastosowaniu metody najmniejszych kwadratów; w przypadku akcji o niewielkiej płynności można dokonywać korekt uwzględniających poprawkę na efekty wywołane niewielką płynnością;

Czynniki korekcyjne: Wyliczona wartość beta zawsze jest obciążona błędem pomiaru. Błąd ten korygowany jest zazwyczaj przez zmniejszanie wyliczonej wartości w kierunku 1,0 lub w kierunku średniej.

Duży wpływ na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa ma wartość rezydualna wartość majątku netto pozostająca po upływie przyjętego do obliczeń przedziału czasu. Wielkość tę szacować można jako:

- wartość aktywów netto,
- wartość likwidacyjną,
- według tzw. modelu Gordona.

Wyliczenie wartości rezydualnej według modelu Gordona odbywa się według wzoru (10).

²⁶ Zob. Cornell Bradford, Wycena Spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny., Wydawnictwo K.E. Liber, 1999, Warszawa, s. 198.

²⁷ W Polsce najczęściej wybiera się do tego celu indeks WIG, bądź WIG20, ale można też w zależności od potrzeb, stosować inne indeksy, np. indeksy branżowe.

²⁸ Merrill Lynch w swoich biuletynach stosuje obserwacje miesięczne oraz 5-letni przedział czasu, w którym prowadzi badanie.

$$V = \frac{CF_n(1+g)}{d-g}, \quad (10)$$

gdzie:

V – wartość rezydualna,

CF_n – wolne przepływy pieniężne w ostatnim okresie prognozy,

d – stopa dyskontowa,

g – stopa wzrostu po okresie prognozy.

3.4. Metody porównawcze

Metody porównawcze wyceny polegają na ustaleniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa na podstawie informacji o tak zwanych mnożnikach wyliczonych dla przedsiębiorstwa podobnego, do tego które jest właśnie wyceniane, ale takiego którego wartość rynkowa jest znana (na przykład na podstawie notowań giełdowych). Mnożniki są tak konstruowane, że pokazują one stosunek wartości rynkowej przedsiębiorstwa do określonej zmiennej ekonomicznej. Najczęściej występujące mnożniki to:

- P/E (price/earnings) - cena jednej akcji (wartość rynkowa) do zysku netto przypadającego na jedną akcję,
- P/BV (price/book value)- wartość przedsiębiorstwa do wartości księgowej,
- P/S (price/sales) wartość firmy do przychodów ze sprzedaży.

Na przykład, wycena spółki generującej dochód roczny w wysokości 1 000 000 zł, przy wartości mnożnika P/E = 7, dokonywana jest następująco:

$$1\ 000\ 000\ \text{zł} * 7 = 7\ 000\ 000\ \text{zł}.$$

W literaturze podkreśla się, że wycena metodami porównawczymi dopuszczalna jest pod warunkiem spełnienia wymogu porównywalności przedsiębiorstwa wycenianego z przedsiębiorstwami przyjętymi do porównań, w szczególności pod względem²⁹:

- profilu produkcji,
- obszaru działania,
- wielkości sprzedaży,
- poziomu kosztów,
- innych kategorii ekonomicznych.

Rozpowszechniony jest pogląd, że wycena metodą porównawczą nie zapewnia w pełni miarodajnego oszacowania przedsiębiorstwa – głównie z powodu trudności doboru przedsiębiorstwa o znanej wartości, którego parametry „pasowałyby” dokładnie do parametrów przedsiębiorstwa wycenianego - i z tego powodu powinna być weryfikowana użyciem innych metod wyceny przedsiębiorstw³⁰.

Osobliwością w sferze wycen przedsiębiorstw było praktykowane – przed pęknięciem tak zwanej bańki internetowej w marcu 1999 r. – wycenianie spółek tej branży właśnie metodą porównawczą, w której jako mnożnik przyjmowano stosunek ceny do liczby kliknięć internautów zarejestrowanych na witrynie przyjętej do porównań spółki. Nie ulega

²⁹ Zob. E. Mączyńska, Wycena przedsiębiorstw, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005 r., s. 157.

³⁰ Zob. m.in.: H.B. Mayo, Wstęp do inwestowania. K.E.Liber, Warszawa 1997, str. 55.

wątpliwości, że praktykowanie właśnie tego rodzaju „wycen” nie miało przyczynić się do powstania wspomnianej bańki.

4. TYPOWE NADUŻYCIA W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW

4.1. Założenia badania

Analiza nadużyć w wycenie przedsiębiorstw opracowana została na podstawie 11 przypadków wycen „obsługujących” różnego rodzaju operacje gospodarcze. W wycenach tych stwierdzone zostały rażące nieprawidłowości metodologiczne, prowadzące z jednej strony – do znacznych przysporzeń jednej ze stron uczestniczących w danej operacji, a z drugiej strony – do znacznego poszkodowania innej strony uczestniczącej w danej operacji. Ogólną charakterystykę badanych przypadków zawiera tab. 1.

Tabela 1. Charakterystyka badanych przypadków nadużyć

Lp.	Symbol przypadku	Rodzaj operacji, na użytek którego dokonywana jest wycena	Rodzaj nadużycia
1	A	Prywatyzacja	Nieprawidłowy dobór metody Nieprawidłowy przedział wyceny
2	B	Objęcie udziałów	Nieprawidłowy dobór metody Nieprawidłowo sporządzona prognoza sprzedaży w wycenie dochodowej
3	C	Objęcie akcji	Nieprawidłowy przedział wyceny
4	D	Zakup obligacji	Nieprawidłowo sporządzona wycena nieruchomości w wycenie majątkowej
5	E	Kredyt	Nieprawidłowo sporządzona wycena wartości niematerialnych i prawnych w wycenie majątkowej
6	F	Kredyt	Nieprawidłowo sporządzona wycena wartości akcji w wycenie majątkowej
7	G	Prywatyzacja	Nieprawidłowo sporządzona wycena udziałów w wycenie majątkowej
8	H	Prywatyzacja	Nieprawidłowo sporządzona prognoza kosztów w wycenie dochodowej
9	I	Objęcie akcji	Dokonanie wyceny zamierzeń, a nie firmy w wycenie dochodowej
10	J	Kredyt	Nieprawidłowy dobór przedsiębiorstw do porównań w wycenie porównawczej
11	K	Kredyt	Zakłamywanie sprawozdań finansowych przez fikcyjne obroty w wycenie przez giełdę

4.1. Nadużycia poprzez niewłaściwy dobór metody wyceny

Niewłaściwy dobór metody wyceny zaliczyć należy do najczęściej występujących nadużyć w wycenie przedsiębiorstw. Prawdopodobnie wynika z jednej strony z faktu, że poprzez dobór metodą wyceny powstaje szczególnie duży margines swobody pozwalający na manipulację wartością oszacowania, a z drugiej - z powodu pewnego braku jednoznacznych rekomendacji co do doboru metody wyceny. Powoduje to, że stosunkowo łatwo przejść nad tego rodzaju nieprawidłowościami do porządku „maskując” je nienaganną formą wyceny (tyle tylko, że sporządzonej nieprawidłową metodą).

Przykłady nadużyć polegających na nieprawidłowym doborze metody wyceny przedstawiają

przypadki A, B.

W zupełnie spektakularnym Przypadku A (wycena w celu prywatyzacji) manipulacja doborem metody wyceny wyraźnie prowadziła do zaniżenia przedziału wyceny: ułomna, rażąco zaniżona wycena sporządzona metodą skorygowanych aktywów netto (322,6 mln zł) dawała i tak dwukrotnie (!) wyższe oszacowanie wycenianej spółki, niż nierealistycznie zawyżona wycena dochodowa (156,4 mln zł). Pomimo bezspornie wyższej w rozpatrywanym przypadku wiarygodności wyceny majątkowej, niż dochodowej³¹, za oszacowanie adekwatnie odzwierciedlające wartość Spółki dla potrzeb transakcji prywatyzacyjnej przyjęto w istocie wynik wyceny dochodowej. To rozstrzygnięcie podjęto rzekomo w imię utrzymania integralności instytucjonalnej przedsiębiorstwa, pomimo świadomości, że odznaczało się ono „synergią ujemną”, czyli że wartość całości traktowanej jako generator zysków dawało gorsze wyniki, niż sprzedaż poszczególnych elementów pojedynczo.

Było oczywiste, że zarekomendowana na podstawie omawianej wyceny cena przedsiębiorstwa, nie spełnia wymogów definicyjnych ceny rynkowej określonych w rozdz. 2, chociażby z racji przyjęcia arbitralnego założenia ograniczającego zakres dopuszczalnych transakcji tylko do tych, które obejmują całe przedsiębiorstwo, a nie sprzedaż pojedynczych części. Jedną z istotnych cech tego pojęcia jest, postulat, że wartość rynkowa określana jest kwotą, jaką można uzyskać w sytuacji nieprzymusowej. Wykluczenie z pola transakcji opcji sprzedaży przedsiębiorstwa „w kawałkach” pozwalającej uzyskać wyższą cenę, stanowiło bez wątpienia element przymusowego ograniczenia pola transakcji.

Pomimo dokonania weryfikacji omawianej wyceny, która dała – w przypadku wyceny sporządzonej metodą skorygowanych aktywów netto - oszacowanie wartości spółki na poziomie 560 mln zł, a więc o 70% wyższy, niż wycena pierwotna, przyjęta jako podstawa transakcji prywatyzacyjnej oraz 3,8 razy górna krawędź rekomendowanego przedziału wyceny.

Szczególnie rażąca w omawianym przypadku była bezradność i bierność organów państwa powołanych do ochrony własności państwowej. Całkowicie zignorowany został raport kontroli wstępnej NIK sygnalizujący nieprawidłowości przy sporządzaniu dokumentacji prywatyzacyjnej. Bez skutków przeszło także zawiadomienie o popełnieniu przestępstwa złożone przez NIK po przeprowadzeniu kontroli całego procesu prywatyzacji³².

W Przypadku B motyw zastosowania wyceny dochodowej zamiast wyceny majątkowej był odwrotny, niż w przypadku A. Chodziło tu mianowicie o wywindowanie oszacowania wartości Spółki w związku z planowaną transakcją zbycia udziałów w Spółce na rzecz inwestora będącego jednoosobową spółką skarbu państwa. Wyceniana Spółka nie kwalifikowała się w ogóle do wyceny metodą dochodową ze względu na ponoszoną od kilku lat głęboką stratę. Jediną zasadną w tej sytuacji metodą wyceny była metoda majątkowa, która dawała oszacowanie wartości Spółki na poziomie 300 tys. zł³³. Jednakże do sformułowania rekomendacji co do ceny transakcyjnej wykorzystano sporządzoną metodą DCF. wycenę opartą na prognozie sprzedaży nie mającej żadnego oparcia w rzeczywistym

³¹ Spółka w okresie przed wyceną balansowała na granicy straty, a oszacowanie wartości likwidacyjnej liczone od urealnionej wyceny sporządzonej metodą skorygowanych aktywów netto dawało wartość wyższą od górnej krawędzi rekomendowanego przedziału wyceny bazującego na wycenie dochodowej.

³² Pomimo dokonania weryfikacji omawianej wyceny, która dała – w przypadku wyceny sporządzonej metodą skorygowanych aktywów netto - oszacowanie wartości spółki na poziomie 560 mln zł, a więc o 70% wyższy, niż wycena pierwotna, przyjęta jako podstawa transakcji prywatyzacyjnej.

³³ Oszacowanie przyjęte na podstawie dokonanej *post factum* weryfikacji wyceny omawianej w prezentowanym przypadku.

stanie spółki. Wystarczy powiedzieć, że prognoza ta dawała niebywale wysokie, jak na tę branżę, bo 65%-we tempo wzrostu, przy dotychczasowym tempie, wynoszącym około 15%.

W rezultacie nieprawidłowego doboru metody wyceny Spółka, warta nie więcej, niż 300 tys. zł, została wyceniona na ponad 8,5 mln zł, a następnie sprzedana za tę kwotę. Rok później spółka zbankrutowała.

W obydwu przypadkach nadużycia polegały na dezawuowaniu użyteczności wyceny majątkowej sporządzonej metodą skorygowanych aktywów netto i bezzasadnym preferowaniu metody do dochodowej pomimo, że do momentu sprzedaży spółka żadnego dochodu nie przynosiła.

4.2. Nadużycia poprzez określenie nieprawidłowego przedziału wyceny

Nieprawidłowość wyznaczenia przedziału wyceny polega na ogół na bezrefleksyjnym akceptowaniu nadmiernej rozpiętości przedziału wyceny, którego krawędzie są zazwyczaj określane różnymi metodami wyceny, a następnie rekomendowaniu wartości zbliżonej do krawędzi przedziału zapewniającej relatywnie większe przysporzenia jednej ze stron zamierzonej operacji gospodarczej, choć wyznaczonej właśnie w sposób mniej wiarygodny.

Rażące nadużycia polegające na nieprawidłowym wyznaczeniu przedziału wyceny przedstawiają przypadki A i C.

W Przypadku A „naturalny” przedział wyceny w postaci {156,4 mln zł-322,6 mln zł}, wyznaczony przez wycenę DCF (dolna krawędź) oraz wycenę według skorygowanych aktywów netto (górną krawędź) dawał niedopuszczalnie dużą rozbieżność wyników, a więc wskazywał na wadliwość co najmniej jednej z przyjętych metod wyceny. Przedział ten został „skorygowany” do postaci {138,8 mln zł -162,8 mln zł}. Tak wyznaczony przedział dawał, co prawda, zadowalającą zbieżność oszacowań skrajnych, ale rozstrzygnięcie to było całkowicie arbitralne – wartość dolnej krawędzi przedziału została wyznaczona jako ½ oszacowania uzyskanego w drodze wyceny majątkowej nie odzwierciedlając w najmniejszym stopniu jakiegokolwiek realnego wyniku wyceny. W ten sposób omawiane rozstrzygnięcie nadawało wysoką rangę całkowicie niewiarygodnej wycenie sporządzonej metodą DCF. Rekomendowany przedział został zatem zbudowany na całkowicie oderwanych od realiów, woluntarystycznych przesłankach.

W Przypadku C przedział wyceny {171 mln zł-399 mln zł} wyznaczony przez oszacowanie sporządzone metodą DCF (dolna krawędź) oraz oszacowanie sporządzone metodą porównawczą (górną krawędź) również dawał niedopuszczalnie dużą rozbieżność wyników, wskazującą na wadliwość co najmniej jednej z tych wycen.

Ogromna rozbieżność wyników, nie przeszkodziła w uznaniu za miarodajną górnej krawędzi przedziału wyceny, choć *nota bene* została ona wyznaczona w sposób niezgodny z zasadami sztuki ze względu na niespełnienie elementarnych wymogów podobieństwa przedsiębiorstw przyjętych do porównań.

4.3. Nadużycia w wycenach majątkowych

4.3.1. Cechy ogólne

Nadużycia w wycenach majątkowych mają zazwyczaj postać nieprawidłowej wyceny aktywów. Nieprawidłowości w zakresie wyceny pasywów zdarzają się znacznie rzadziej, zapewne z powodu tego, że mają one zazwyczaj formę pieniężną i są ewidencjonowane w stosunkowo przejrzysty sposób. Przedmiotem manipulowania w celu zawyżenia/zaniżenia wartości przedsiębiorstwa są w zasadzie wszystkie rodzaje aktywów bilansowych i

pozabilansowych.

4.3.2. Wadliwa wycena nieruchomości

Stosunkowo często występującym rodzajem nadużyć w wycenie aktywów przedsiębiorstw jest nieprawidłowa wycena nieruchomości. Jest ona trudna do udokumentowania, gdyż pomimo obowiązywania Standardów Zawodowych Rzecznawców Majątkowych³⁴, zakres dowolności w wycenie nieruchomości, pozostaje znaczny. W szczególności duże możliwości manipulacji wynikiem wyceny daje, także i w tym obszarze, dobór metody wyceny.

I tak, w Przypadku A, wycena nieruchomości sporządzona metodą odtworzeniową dała wynik 322 mln zł, podczas gdy w toku weryfikacji, wycena tych samych nieruchomości przy zastosowaniu podejścia dochodowego, metodą inwestycyjną techniką kapitalizacji prostej, dała wynik 565 mln zł. Za podstawę rekomendacji co ceny transakcyjnej przyjęto wycenę sporządzoną jawnie niewłaściwą metodą odtworzeniową.

Spore możliwości „rzeźbienia” wyniku oszacowań wartości nieruchomości daje również manipulowanie szczegółowymi parametrami wyceny. I tak, przy zastosowaniu metody porównawczej, ceny wybrane do porównań mogą pochodzić z transakcji pozornie podobnych, bo dotyczących nieruchomości leżących na tej samej ulicy, ale takich, że jedna zlokalizowana jest w centrum, a druga – na peryferiach miasta. Różnice między cenami transakcyjnymi tych nieruchomości sięgać mogą krotności. To powoduje, że sposób doboru nieruchomości do porównań ma ogromny wpływ na wynik wyceny. Wykazanie nadużyć tego rodzaju nie jest proste, bowiem z reguły wymaga to wnikliwej analizy baz danych o dokonanych transakcjach oraz lokalizowaniu ich na mapach topograficznych. Ponadto nieprawidłowości te często są niejednoznaczne. Zarazem tryb wykazania tych nieprawidłowości jest uciążliwy, gdyż operat sporządzony przez rzeczoznawcę może być *de facto* podważony jedynie przez specjalną komisję powołaną przez Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych. W rezultacie, nawet w przypadkach rażących, nadużycia trudno dowieść³⁵.

Bulwersującym przypadkiem „rzeźbienia” wyceny nieruchomości jest Przypadek D, w którym Spółka, jako zabezpieczenie emisji obligacji, wskazała teren leżący w obszarze Natura 2000, a więc podlegającym szczególnym restrykcjom co do swobody zagospodarowania. Grunt ten, wartý około 8 mln zł, „nabrał” wartość przewyższającą 10-krotnie wartość wynikającą z dotychczasowych transakcji okolicznymi gruntami wyłącznie na mocy oświadczenia developera, że zamierza urządzić tam centrum rekreacji i wypoczynku. Wyceniono więc *de facto* palcem na wodzie pisane plany developera, a nie sam grunt.

³⁴ Standardy Zawodowe Rzecznawców Majątkowych, Zdzisław Małecki (Kierownik zespołu), Stanisława Kalus, Tomasz Telega, Andrzej Kalus, Krzysztof Grzesik, Zygmunt Bojar, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych, Warszawa, lipiec 2000 r.

³⁵ W znanym autorowi przypadku pewien fragment sprawy karnej dotyczył, między innymi, zakupu 2 działek za drastycznie (dwukrotnie) zawyżoną cenę. Same odpowiedzi działających na zlecenie prokuratora rzeczoznawców majątkowych na pytania oskarżonych dotyczące sporządzanych przez nich kilkunastostronicowych operatów - mające *nota bene* wyraźnie na celu „nękanie” biegłych i zmierzające do przewlekania sprawy – zajęły 20 dni i pochłonęły według wyliczeń autora, tylko po stronie składu sądowego, prokuratora oraz biegłego, 960 roboczogodzin. Powiększając podaną powyżej liczbę roboczogodzin o 10% (jako minimalny czas każdego z uczestników na przygotowanie się do rozprawy) oraz przyjmując cenę 1 roboczogodziny w wysokości 50 zł, wyłącznie koszty osobowe tej części przewodu obciążające Skarb Państwa określić można na 52 800 zł. Po odbyciu tego maratonu pytań i odpowiedzi Sąd uznał, że należy zlecić weryfikację sporządzonej na zlecenie prokuratury wyceny Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych, będącej w istocie jedynym podmiotem uprawnionym do weryfikowania wycen sporządzanych przez certyfikowanego rzeczoznawcę (art. 157 ust.1 ustawy o z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami). Rozstrzygnięcie to, kosztujące ok. 8000 zł, mogło i *de facto* powinno zapaść na pierwszej z wzmiankowanych rozpraw, przecinając wszelkie wątpliwości zgłaszane przez oskarżonych.

W przypadku tym rzeczoznawca potwierdził ewidentną nieprawdę, pisząc w operacie, że plany dewelopera zostały ujęte w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego.

W taki to sposób zostało wykreowane zabezpieczenie emisji obligacji na kwotę blisko 50 mln zł. Emitent, po upływie terminu wykupu obligacji, zbankrutował.

4.3.3. Przeszacowanie wartości niematerialnych i prawnych

Stosunkowo znaczny margines manipulowania wartością przedsiębiorstwa stwarza pozycja aktywów „wartości niematerialne i prawne”. Zasady wyceny tej grupy aktywów nie zawsze są jednoznacznie uregulowane, co otwiera pole do różnorodnych nadużyć.

W Przypadku F Spółka Dominująca podjęła starania o kredyt inwestycyjny na budowę systemu *call center*. Warunkiem uzyskania kredytu inwestycyjnego było posiadanie przez spółkę zdolności kredytowej wyrażającej się między innymi odpowiednim poziomem kapitałów własnych. W tym celu na bazie Spółki Dominującej utworzona została niewielka struktura holdingowa w drodze zawiązania Spółki Zależnej I oraz Spółki Zależnej II.

I tak, najpierw zarejestrowana została Spółka Zależna I. Jej kapitał zakładowy na dzień rejestracji wynosił 50 000 zł. Podstawowym przedmiotem działalności tej spółki było usługowe prowadzenie ksiąg rachunkowych i podatkowych.

Spółka Dominująca przystąpiła do Spółki Zależnej I obejmując w podwyższonym kapitale zakładowym około 90% udziałów.

Kapitał zakładowy Spółki Zależnej I ustalono na 300 000 zł, z czego kwota 100 000 zł została pokryta wkładem pieniężnym a pozostała część - aportem w wysokości 200 000 zł w postaci programu informatycznego CRM oraz systemu franchisingu dla sieci Business Services rzekomo prowadzonej przez tę Spółkę.

W następnej kolejności zawiązana została Spółka Zależna II. Jej przedmiotem działalności było wydawanie, książek, czasopism i gazet. Kapitał zakładowy Spółki Zależnej II wynosił 265 000 zł, w tym prawa do tytułu wydawniczego dwutygodnika – 240 000.

Weryfikacja ex post wartości niematerialnych i prawnych wykazanych w księgach Spółek – Córek dała następujące wyniki:

	Wartość deklarowana	Wartość rynkowa po skorygowaniu	Uwagi
Getia			
Program komputerowy CRM	100 000 zł	20 000 zł	Tylko jeden moduł
System franchisingu usług księgowych	100 000 zł	0 zł	Fikcja
Wydawnictwa Profesjonalne			
prawa do tytułu miesięcznika XXX	243 750 zł	20 000 zł	Mały nakład; duże zwroty; brak potencjału rozwojowego
Razem	443 750 zł	40 000 zł	

W obydwu przypadkach sąd, zgodnie z przepisami, zarejestrował kapitał zakładowy spółek według deklarowanych wartości nie wymagając przedstawienia wyceny aportów.

Dzięki tym wirtualnym zabiegom kapitały własne Spółki Dominującej wzrosły o 400 000 zł, co pozwoliło jej zawrzeć z bankiem umowę o kredyt inwestycyjny.

W następnym roku spółka Dominująca zbankrutowała. Wierzytelności kredytowe przepadły.

4.3.4. Przeszacowanie akcji

Szeroko rozpowszechnionym sposobem wirtualnego podnoszenia wartości firmy jest manipulowanie wyceną pozycji bilansowej „inwestycje długoterminowe”. Pozycja ta obejmuje papiery wartościowe takie, jak obligacje, akcje i udziały w spółkach przyjmowane do bilansu po cenach nabycia. Ich wartość rynkowa zmienia się oczywiście z biegiem czasu, co stwarza dogodne możliwości manipulacji.

Przykładem manipulacji tego rodzaju jest Przypadek F. Wobec poważnego zadłużenia Spółki, w celu stworzenia pozorów, że posiada ona jednak zdolność kredytową, udziałowiec wniósł do Spółki, w celu objęcia udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym, jako wkład niepieniężny 188 990 akcji spółki stowarzyszonej. W księgach Spółki aport ten został ujęty po wartości 4 886 700 zł.

Akcje spółki stowarzyszonej zostały wycenione na bazie jej wartości księgowej po 27 zł/szt., ale bez uwzględnienia znanych w momencie wnoszenia aportu skutków obciążenia spółki stowarzyszonej określonym w wyniku kontroli UKS obowiązkiem podatkowym na kwotę ponad 98 mln zł. W toku badania sprawozdania finansowego Spółki akcje spółki stowarzyszonej wniesione jako aport zostały przeszacowane na wartość zero złotych za sztukę. Jednakże wcześniej, dzięki temu „wirtualnemu” dokapitalizowaniu, Spółka uzyskała kolejny kredyt dyskontowy na kwotę 5 mln zł. Rok później Spółka ogłosiła upadłość.

4.3.5. Przeszacowanie środków pieniężnych

Manipulacje wyceną aktywów mogą nawet obejmować tak jednoznaczne, co do wartości, pozycje, jakimi są środki pieniężne.

W Przypadku G (prywatyzacja), wśród aktywów Spółki Dominującej znaczącą pozycję stanowiły udziały w spółkach zależnych. Spółki zależne zredukowały od pewnego czasu działalność operacyjną, co spowodowało, że nie osiągały one w istocie żadnych dochodów. Ich aktywa stanowiła w znacznej mierze gotówka. Spółki te nie generowały więc żadnych nadwyżek finansowych, ale też nie ponosiły strat, pokrywając koszty własne przychodami z odsetek od lokat. Do wyceny Spółki Dominującej zastosowano metodę skorygowanych aktywów netto. natomiast same aktywa finansowe spółki Dominującej w postaci udziałów w spółkach zależnych wyceniono metodą porównawczą na podstawie wskaźnika cena/zysk przyjętego arbitralnie na poziomie 5,7. Ta technika wyceny, pozwoliła „ukryć” w operacie z omawianej wyceny fakt dysponowania przez te spółki pokaźnymi aktywami gotówkowymi i w konsekwencji –przyjąć zaniżoną wycenę udziałów w tych spółkach zaprezentowaną w bilansie Spółki Dominującej w pozycji „długoterminowe aktywa finansowe”. W ten sposób oszacowanie wartości Spółki Dominującej zredukowane zostało z 18 mln zł do 5 mln zł.

Przypadek ten uznać należy wręcz za kuriozalny, bowiem dokonano w nim *de facto* przeszacowania wartości gotówki (najbardziej płynnego rodzaju aktywów).

4.4. Nadużycia w wycenach sporządzanych metodą DCF

4.4.1. Manipulowanie przychodami ze sprzedaży

Najbardziej podatną na manipulowanie składową modelu DCF jest prognoza przychodów. Składowa ta decydująco wpływa na wartość oszacowania przedsiębiorstwa, gdyż kształtuje ona bezpośrednio wielkość wolnych przepływów gotówkowych stanowiących licznik składników sumy we wzorze (6).

Sporządzenie rzetelnej prognozy przychodów ze sprzedaży wymaga szczegółowej znajomości wycenianej spółki, włączając w to informacje o branży, produktach spółki, stosunkach spółki

z klientami, dostawcami oraz firmami usługowymi, jak również o konkurencji i konkurencyjności spółki. Zarazem jednak istnieje pewna łatwość manipulowania prognozą sprzedaży – bowiem świadomość, że każda w istocie prognoza, nawet najlepsza, mniej lub więcej będzie odchyłać się od realnego przebiegu tej sprzedaży, osłabia jednak wrażliwość na prognozy nierealistyczne. To z kolei jest czynnikiem ułatwiającym kamuflowanie tych manipulacji.

Nagminnie stosowaną techniką „rzeźbienia” tych przychodów jest technika „kija hokejowego”. B. Cornella definiuje ją następująco: *„Z kijami hokejowymi mamy do czynienia wówczas, gdy dotychczasowe wyniki spółki mają tendencję spadkową lub utrzymują się na stałym poziomie, natomiast po przyszłych wynikach oczekuje się bardzo dużo. Wykres takich wyników wygląda wówczas, jak kij hokejowy. Prognozy kija hokejowego są dla wyceniającego sygnałem, że należy przedsięwziąć wszelkie środki ostrożności, gdyż spółka może nie okazać się aż tak atrakcyjna”*³⁶.

Jaskrawym przykładem nadużycia poprzez użycie do wyceny DCF prognozy sprzedaży kształcie kija hokejowego jest Przypadek B. W przypadku tym nastąpiło całkowite oderwanie modelu wyceny od historii spółki, przez co dokonany został swoisty kamuflaż faktu oparcia modelu wyceny na fundamentalnej zmianie dotychczasowego trendu rozwojowego spółki. Pokazuje to rys. 1.

Zwraca uwagę zakładany w projekcji gwałtowny wzrost dynamiki przychodów po zakładanym w roku xxx4 objęciu udziałów Spółki przez nowego właściciela (któremu dedykowana była omawiana wycena), przy utrzymaniu dotychczasowej dynamiki kosztów (2,5-krotny wzrost przychodów w roku xxx5 w porównaniu do roku poprzedniego, przy wzroście kosztów jedynie o 80%). Tymczasem na rynku, na którym działała Spółka niezwykle rzadko zdarzały się takie gwałtowne wzrosty nakładów, a jeżeli już występowały – to dotyczyły wyłącznie gruntownie odnowionych produktów, a nie całego przedsiębiorstwa.

Spółka wyceniona została metodą DCF na 9,5 mln zł. Jej wartość oszacowana w toku weryfikacji metodą skorygowanych aktywów netto wyniosła 300 tys. zł. W przypadku oparcia wyceny na bardziej realistycznej prognozie sprzedaży, sporządzonej na bazie ekstrapolacji trendu historycznego, spółka w ogóle nie kwalifikowałaby się do wyceny dochodowej ze względu na brak zysku.

³⁶ Zob. Bradford Cornel, Wycena spółek, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1999, s. 113.



Rysunek 1. Kształtowanie się sprzed Spółki przed inkorporowaniem spółki przez Inwestora (lata xxx1 - xxx3) oraz jej prognoza (lata xxx3 - xxx5)

4.4.2. Manipulowanie kosztami (przeszacowane rezerwy)

Manipulowanie kosztami nie stwarza tak dużych możliwości „rzeźbienia” wyceny przedsiębiorstwa, jak manipulowanie przychodami, gdyż zazwyczaj w projekcjach finansowych koszty określone są jako pewna wielkość wtórna do wielkości przychodów. Tym niemniej, także i w odniesieniu do tego parametru, w pojedynczych przypadkach można doprowadzić do poważnych nadużyć w wycenie, właśnie wskutek nieuprawnionego manipulowania strumieniem kosztów.

Przykładem takiego właśnie oddziaływania na wynik wyceny przedsiębiorstwa, poprzez manipulowanie kosztami, jest Przypadek H. W przypadku tym zaniżono wycenę zakładu ubezpieczeń manipulując między innymi poziomem rezerw. W przypadku tym, w toku modelowania strumienia kosztów operacyjnych stanowiącego element wyceny metodą DCF, przyjęto wartość rezerw ubezpieczeniowych na poziomie o 50% wyższym, niż poziom stosowany w przeszłości a także poziom, który był faktycznie realizowany w ciągu kilku następnych lat już po dniu sporządzenia wyceny. W rezultacie tego sztucznego zabiegu zaniżenia prognozowanego wyniku finansowego, wycena firmy spadła o 40%, w stosunku do oszacowania, w którym wartość rezerw przyjęta byłaby na „normalnym” poziomie.

Opisywana wycena została przyjęta jako podstawa ustalenia ceny transakcyjnej w toku prywatyzacji spółki.

4.4.3. Manipulowanie parametrami modelu wyceny

W ramach sporządzenia wyceny metody DCF niezbędne jest przyjęcia lub wyliczenia wielu parametrów względnie stałych takich, jak stopa dyskonta, stopa inflacji, wartość rezydualna. Wszystkie z nich w zasadzie mogą być przedmiotem manipulacji służących zniekształcaniu wyceny przedsiębiorstwa.

Szczególnie podatny na takie manipulacje jest wskaźnik beta. Istotną przyczyną tej podatności wydaje się być stosunkowo ograniczona zawartość i dostępność baz danych dotyczących tego wskaźnika, co prowokuje do dopasowywania tych danych do wycenianego przypadku w sposób woluntarystyczny.

Sposób manipulowania wskaźnikiem beta ilustruje Przypadek C .

W celu sporządzenia wyceny Spółki metodą DCF, przyjęta została – na bazie rzekomych danych z rynku amerykańskiego branżowego – wartość wskaźnika beta na poziomie 2,5, co w świetle stwierdzeń zawartych w tym biznes planie generowało stopę dyskonta na poziomie 28,05%. Tymczasem wnikliwa analiza przesłanek wyliczania wskaźnika beta w omawianym przypadku doprowadziła do wniosku, że adekwatnym poziomem wskaźnika beta jest poziom 3,5-4.

Wskutek tego nadużycia wartość firmy oszacowana na 177 mln zł została zawyżona o 25% . Wycena powyższa legitymizowała zainwestowanie 15 mln zł w akcje Spółki. Po roku funkcjonowania spółka zbankrutowała.

4.4.4. Zastąpienie wyceny przedsiębiorstwa wyceną zamierzeń

Nagminnym nadużyciem w wycenach przedsiębiorstwa metodą dochodową jest to, że przedmiotem wyceny nie jest przedsiębiorstwo jako takie, ale wizja tego, jak to przedsiębiorstwo będzie mogło wyglądać po kilku latach pod warunkiem ziszczenia się zamierzeń zawartych w biznes planie takiego przedsiębiorstwa. A zatem wycenę rynkową zastępuje się tak zwaną wyceną inwestycyjną. W mniej skrajnych przypadkach manipulacja taka przyjmuje postać prognozy przychody w kształcie „kija hokejowego”. Niekiedy jednak wycena taka dotyczy przedsiębiorstwa bez historii, będącego de facto jedynie pomysłem biznesowym. Rażąca ilustracją takiej sytuacji jest przypadek I .

Wyceniana spółka została zawiązana na bazie pomysłu biznesowego dotyczącego edukacji przez internet. Kapitał akcyjny Spółki zgromadzony w drodze emisji akcji serii A wynosił 131 200 zł. Wartość nominalna jednej akcji wyniosła 10 zł. Spółka nie prowadziła żadnej działalności operacyjnej. Założyciele spółki (pierwotni akcjonariusze) dysponowali pewnym know-how, pozwalającym na realizację planowanego przedsięwzięcia. Jednakże to know-how nigdy nie zostało wprowadzone do Spółki jako jej aktywa bilansowe (na przykład w postaci dokumentacji projektowej, licencji itp.) pozostając jedynie w głowach założycieli Spółki.

Wkrótce po zawiązaniu Spółki podjęto rozmowy na temat dokapitalizowania jej przez inwestora zewnętrznego. W tym celu na bazie prognozy działalności spółki opracowanej przez dotychczasowych akcjonariuszy sporządzono metodą DCF wycenę Spółki. Uzyskane w rezultacie oszacowanie określając wartość Spółki na 26 mln zł. Wariant wyceny, który dał taką wartość, został określony jako ostrożny.

Inwestor zewnętrzny na podstawie tej wyceny, objął 3 120 akcji Spółki serii B i C, zapewniających 50% wszystkich głosów na WZA. Za wymienione powyżej akcje Inwestor zapłacił 2 140 000 zł. Dawało to cenę blisko 685 zł za jedną akcję.

Kilka dni wcześniej dokonano zmian w statucie Spółki determinujących sytuację akcjonariuszy w zakresie uprawnień korporacyjnych. Ustalono w szczególności, że uchwały WZA w strategicznych dla spółki sprawach zapadają większością 2/3 lub 3/4 głosów a uchwały naruszające prawa przypisane poszczególnym grupom akcji – większością 3/4 głosów. Ustalono zasady określania składu Rady Nadzorczej w taki sposób, że trzech członków wybierają właściciele akcji serii A oraz trzech członków – właściciele akcji serii B i C. Powyższymi ustaleniami dotychczasowi akcjonariusze – założyciele Spółki, reprezentujący 5% jej kapitału własnego zapewnili sobie praktyczną kontrolę nad spółką i jej finansowaniem.

W krótkim czasie po dokapitalizowaniu spółka upadła, a inwestor stracił ulokowane w akcjach spółki środki finansowe.

Najpoważniejszym uchybieniem omawianej wyceny (nie wchodząc w inne, również poważne) było to, że jej przedmiotem był w istocie pewien pomysł biznesowy, a nie sama

spółka *hic et nunc*. Wartość tego pomysłu określona została przy założeniu spełnienia wielu mało realistycznych, niezwykle ryzykownych założeń. Jest oczywiste, że tak określona wartość nie mogła stanowić podstawy zapłaty za akcje Spółki kwoty 60-krotnie przewyższającej wartość nominalną akcji.

4.5. Nadużycia w wycenach sporządzanych metodą porównawczą

Atrakcyjność wykorzystania metody porównawczej do manipulowania wyceną przedsiębiorstw wynika ze stosunkowo dużej niedokładności metody i łatwości „rzeźbienia” wyników wyceny – poprzez tendencyjny dobór przedsiębiorstw do porównań - w zależności od intencji wyceniającego. Manipulacje tego rodzaju wystąpiły w Przypadku C oraz w Przypadku J. Polegały one na doborze służących do porównań spółek ze znaną wartością firmy w sposób niezgodny z wymogiem podobieństwa tych spółek do spółki wycenianej.

W szczególnie rażącym Przypadku C nadużycie polegało nie tylko na tym, że dokonywano porównań Spółki wycenianej ze spółkami niespełniającymi wymogu podobieństwa ze spółką wycenianą, ale także na tym, że porównania dokonywane były na bazie wyników planowanych, nie zaś na bazie wyników rzeczywiście osiągniętych. Takie porównania obciążone były w oczywisty sposób dodatkowym ryzykiem niespełnienia się tych planów, którego w żaden sposób w wycenie nie uwzględniono.

Łączną wartość Spółki wycenioną metodą porównawczą określono na 399 mln zł.

Licząc na wyjątkowo duży zwrot, inwestor, na podstawie tej wyceny, dokonał za 15 mln zł zakupu 90% akcji spółki, tracąc zainwestowane pieniądze bezpowrotnie.

W Przypadku J zastosowano wycenę porównawczą również ignorując całkowicie kardynalny wymóg podobieństwa spółek służących do porównań ze spółką wycenianą. W ten sposób wywindowano wycenę Spółki do poziomu 89 zł za akcję, chociaż ich wartość rynkowa nie przekraczała 11 zł³⁷.

Banki, które w udzieliły kredytu na podstawie przedstawionej im wyceny obciążonej tak poważnymi mankamentami pozostały z niespłaconymi wierzytelnościami kredytowymi z tytułu samej tylko kwoty głównej na kwotę 32 mln zł.

4.6. Nadużycia w wycenach spółek giełdowych

Manipulowanie wartością firmy może być dokonywane w wyrafinowany, trudny do uprzedniego rozpoznania, sposób, nawet w warunkach podlegania przez spółkę szczególnie wnikliwemu monitoringowi. Dowodzi tego przypadek K. Dotyczy on Spółki Giełdowej „pompującej” swoje obroty oraz obroty spółek zależnych poprzez ewidencjonowanie fikcyjnych transakcji w obrębie swojej grupy kapitałowej. Giełda uwiarygodniła te obroty wyceniając tę spółkę na 13 zł/akcja. Dzięki tej wysokiej dynamice sprzedaży Spółka, zdobywając nawet z tego tytułu nagrodę Prezesa GPW, uzyskała „zielone światło” na pozyskiwanie kredytów finansujących fikcyjne transakcje importowo-kredytowych. Banki zawierzyły tej „napompowanej” wycenie giełdowej pomimo, że skala obrotów akcjami spółki Giełdowej była minimalna (występowały one jedynie pomiędzy głównymi akcjonariuszami jedynie w celu legitymizacji tej zawyżonej ceny giełdowej). Uzyskane w ten sposób środki zostały przetransferowane na konta zagraniczne. Po pęknięciu „bańki z obrotami” wycena giełdowa firmy spadła w ciągu kilku tygodni 13-krotnie, do 90 groszy/akcja. Spółka zbankrutowała. Kwota samych niespłaconych kredytów wyniosła 45 mln zł.

³⁷ Taki wynik dała wycena sporządzona przez jeden z banków, który wycofał się z kredytowania.

5. PODSUMOWANIE

1. We wszystkich badanych przypadkach stwierdzić można występowanie ewidentnych uchybień wobec elementarnych wymogów metodologicznych wyceny przedsiębiorstw. Rażąca forma nieprawidłowości, łatwo rozpoznawalne motywy a także rozmiary strat generowanych przez stwierdzone nieprawidłowości upoważniają do traktowania ich jako nadużycia popełnione w toku sporządzania wyceny przedsiębiorstwa oraz czynności zarządczych towarzyszących wycenom.
2. Próba legitymizacji zbadanych wycen poprzez powoływanie się na różnorodne, towarzyszące tym wycenom okoliczności szczególne, nie wytrzymuje konfrontacji nie tylko z metodologicznymi standardami wyceny, ale także z regułami zwykłego zdrowego rozsądku. Przeciętnie rozgarnięty, działający na własny rachunek człowiek, będąc stroną opisanych operacji i mając przed sobą dokumentację którejkolwiek z prezentowanych wycen oraz elementarne wyjaśnienia, w większości przypadków nie zaufałyby jej wynikom i nie zaryzykowałby decyzji, które podejmowane były bez większych ceregieli przez liczne służby fachowe poszkodowanych w tych operacjach stron.
3. W poszczególnych przypadkach odchylenia wartości dokonanego oszacowania od rzetelnie określonej wartości rynkowej przedsiębiorstwa stanowiły od 25% do 150% wyceny właściwej. Wartość tych odchyleń mieściła się w przedziale od 500 tys. zł do 5 mld zł.
4. Prezentowane w opracowaniu nieprawidłowe wyceny stanowiły centralne ogniwo różnego rodzaju złożonych operacji gospodarczych skutkujących z jednej strony znacznymi nieuprawnionymi przysporzeniami u jednego z uczestników operacji wymagającej wyceny przedsiębiorstwa, a z drugiej strony – poważnymi stratami u innego uczestnika tych operacji, często niewspółmiernie wysokimi ze skalą sprokrowanych zniekształceń w oszacowaniu.
5. W świetle przedstawionego w niniejszym opracowaniu „punktowego” rozpoznania zjawiska nadużyć w wycenie przedsiębiorstw a także wobec braku skutecznego systemu identyfikowania i rozliczania tych nadużyć oraz trudnego dostępu do danych źródłowych można sformułować hipotezę, iż znaczna liczba nadużyć tego rodzaju jest liczbą ciemną.
6. Skuteczność stosowania sankcji karnych w odniesieniu do nadużyć popełnionych w toku wyceny przedsiębiorstw jest niezwykle niska. Znaczna część postępowań dotyczących badanych przypadków jest umorzona już na etapie postępowania przygotowawczego, nawet w przypadku dysponowania przez prokuraturę silnym materiałem dowodowym, a wszczynane w nielicznych przypadkach procesy sądowe ciągną się latami i uchybiają elementarnym standardom ekonomiki postępowania.
7. W sprawach dotyczących nadużyć w wycenie pojawiających się na styku sektora państwowego oraz sektora prywatnego występuje drastyczna dysproporcja pomiędzy potencjałem - mierzonym determinacją, energią oraz preeliminowanymi na prowadzenie sprawy środkami - poszkodowanego Skarbu Państwa a tego samego rodzaju potencjałem strony osiągającej nieuprawnione przysporzenia.
8. Dotkliwie brakuje działań standaryzujących metodologię wyceny przedsiębiorstw państwowych. MSP, dysponując bazą ponad 7000 wycen przedsiębiorstw, nie zrobiło nic, aby bazę tę wykorzystać do stworzenia standardów (dobrych praktyk) wyceny pozwalających na ograniczenie nadużyć występujących w tej dziedzinie. Niepokojący zwłaszcza jest rozróżnienie między MSP a NIK co do oceny rzetelności wycen prywatyzacyjnych. Szczegółowa analiza opisanych w niniejszym opracowaniu nadużyć dotyczących wycen prywatyzacyjnych nie pozostawia wątpliwości, kto w tym sporze ma

rację. Jest głęboko niepokojące, że rażąco nieprawidłowe wyceny bronią się w postępowaniu karnym, między innymi poprzez wykorzystywanie do tego celu wyrwanych z kontekstu źródeł naukowych i normatywnych.

9. W odniesieniu do wycen prywatyzacyjnych, których jeszcze niemało pozostało do sporządzenia, należy dodatkowo postulować pełną jawność dokumentacji prywatyzacyjnej po zakończeniu każdego etapu postępowania. Blokada dostępu do tej dokumentacji pod pretekstem utrzymania tajemnicy handlowej – przynosi więcej szkody niż pożytku.
10. Istotnym czynnikiem powodującym redukcję nadużyć w zakresie wyceny przedsiębiorstw może być upowszechnienie dobrych praktyk w tym zakresie. Zaliczyć do nich należy przede wszystkim dowartościowanie fazy przygotowania założeń wyceny w ramach całościowej procedury wyceny przedsiębiorstwa, praktykowanie na szerszą skalę weryfikacji ważniejszych wycen, przeprowadzanie obowiązkowo due dilligence legitymizujących wycenę nabywanego przedsiębiorstwa, rozszerzenie praktyki badania sprawozdań finansowych małych przedsiębiorstw, dowartościowanie metod majątkowych w wycenie przedsiębiorstwa.

Informacja o autorze

Imię i nazwisko, stopień naukowy	Bogdan Miedziński, dr hab. nauk ekonomicznych
Działalność zawodowa	BM Consulting Group - właściciel BM Auditing Group Sp. z o. o - Prezes Zarządu Wykładowca w Szkole wyższej im. Bogdan Jańskiego Biegły Sądu Okręgowego w Warszawie w zakresie ekonomiki i finansów
Dorobek zawodowy	Ponad 100 publikacji naukowych Ponad 100 opracowań doradczo-projektowych (biznes planów, studiów wykonalności, wycen przedsiębiorstw, ekspertyz)
Kontakt:	Bogdan Miedziński Consulting Group 00-682 Warszawa, ul. Hoża 66/68 tel. 622-45-41, tel./fax. 621-26-69; http://www.bmggroup.com.pl e-mail: bmcg@bmggroup.com.pl