



## **POWSZECHNE KRAJOWE ZASADY WYCENY (PKZW)**

NOTA INTERPETACYJNA NR 5

### **NI 5**

#### **OGÓLNE ZASADY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW**

<b>1</b>	<b>Wprowadzenie .....</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>Zasady etyki .....</b>	<b>2</b>
<b>3</b>	<b>Podstawowe zasady wyceny przedsiębiorstw.....</b>	<b>3</b>
<b>4</b>	<b>Cele i funkcje wyceny przedsiębiorstwa.....</b>	<b>5</b>
<b>5</b>	<b>Przedmiot wyceny.....</b>	<b>6</b>
<b>6</b>	<b>Podstawowe założenia wyceny .....</b>	<b>6</b>
<b>7</b>	<b>Standardy wartości.....</b>	<b>7</b>
<b>8</b>	<b>Podejścia w wycenie przedsiębiorstwa .....</b>	<b>8</b>
<b>9</b>	<b>Dyskonta i premie.....</b>	<b>11</b>
<b>10</b>	<b>Rekomendacja wartości .....</b>	<b>11</b>
<b>11</b>	<b>Zakres analizy i sposób raportowania.....</b>	<b>12</b>
<b>12</b>	<b>Opracowanie i obowiązywanie Noty.....</b>	<b>16</b>



## 1 Wprowadzenie

- 1.1 Celem niniejszej noty jest przedstawienie, wypracowanych z inicjatywy środowiska zawodowego rzeczoznawców majątkowych, zasad dobrej praktyki zawodowej w zakresie wyceny przedsiębiorstw.
- 1.2 Niniejsza nota dotyczy czynności, których wykonywanie nie jest objęte zakresem uprawnień rzeczoznawców majątkowych określonych w art. 174 ust. 3 i 3a ustawy o gospodarce nieruchomościami, co oznacza, że wycena przedsiębiorstwa nie stanowi przejawu działalności zawodowej rzeczoznawcy majątkowego. Przepisy prawa nie zastrzegają wyceny przedsiębiorstw, jako domeny określonej grupy zawodowej, czynności te mogą wykonywać także rzeczoznawcy majątkowi, którzy występują w tym przypadku w roli specjalisty, eksperta lub doradcy.
- 1.3 W wycenie przedsiębiorstw mogą mieć zastosowanie podstawowe zasady wyceny stanowiące zasób PKZW. Niniejszą NI należy odczytywać z uwzględnieniem stosownych zapisów pozostałych standardów i not interpretacyjnych. Poszczególne definicje i pojęcia niniejszej Noty mogą się różnić od definicji i pojęć stosowanych w wycenie nieruchomości.
- 1.4 Przez wycenę przedsiębiorstwa rozumie się zleconą czynność lub proces dochodzenia do opinii o wartości przedsiębiorstwa, zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub udziałów w jego kapitale własnym.
- 1.5 Wycenę przedsiębiorstwa wykonuje wyceniający, rozumiany jako osoba lub zespół osób posiadających odpowiednie kwalifikacje.

## 2 Zasady etyki

- 2.1 Wyceniający ma obowiązek:
  - 2.1.1 Postępować etycznie, w sposób profesjonalny i zgodnie ze swoimi kompetencjami.
  - 2.1.2 Realizować prace kierując się bezstronnością, obiektywizmem i niezależnością.
  - 2.1.3 Poinformować o występującym lub mogącym wystąpić konflikcie interesów i uzyskać zgodę zleceniodawcy wyceny.
- 2.2 Wyceniający nie może:
  - 2.2.1 Akceptować zlecenia wyceny, w którym miałby zawrzeć z góry założoną opinię, wniosek lub konkluzję.



- 2.2.2 Przedstawiać rezultatów wyceny w sposób mylący lub niezgodny ze stanem faktycznym.
- 2.2.3 Akceptować zlecenia wyceny, w którym jego wynagrodzenie jest uzależnione od:
  - a. uzyskania z góry założonego rezultatu,
  - b. konkluzji raportu korzystnej dla klienta,
  - c. wartości przedmiotu wyceny,
  - d. określonego wydarzenia w przyszłości powiązanego z wynikiem wyceny lub z celem zlecenia wyceny.
- 2.3 Reklama usług wyceny nie może wprowadzać w błąd.
- 2.4 Wyceniający ma obowiązek chronić poufność informacji na temat klienta i przedmiotu wyceny, poufność informacji obejmuje także zlecenie wyceny.
- 2.5 Wyceniający nie może w sposób mylący przedstawiać swojej roli w zleceniu wyceny.
- 2.6 Wycena musi być odpowiednio dokumentowana przez wyceniającego. Dokumenty i materiały dotyczące zlecenia wyceny winny być przechowywane przez co najmniej 5 lat od daty zakończenia zlecenia wyceny, chyba że przepisy prawa przewidują dłuższy okres.

### **3 Podstawowe zasady wyceny przedsiębiorstw**

- 3.1 Niniejsza Nota wyróżnia następujące rodzaje wyceny przedsiębiorstw:
  - 3.1.1 Pełną wycenę przedsiębiorstwa, której celem jest wydanie opinii na temat wartości przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metod i procedur właściwych do obiektywnego, bezstronnego i rzetelnego określenia wartości.
  - 3.1.2 Uproszczoną wycenę przedsiębiorstwa, której celem jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z pominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur wymaganych w punkcie 3.1.1. W uproszczonej wycenie przedsiębiorstwa powinny zostać wyszczególnione przyjęte ograniczenia i uproszczenia wraz z uzasadnieniem ich zastosowania.
  - 3.1.3 Kalkulację wartości przedsiębiorstwa, której celem jest wstępne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z pominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur wymaganych w punkcie 3.1.1. Przyjęte ograniczenia i uproszczenia powinny zostać przedstawione.



Zakres zastosowanych ograniczeń i uproszczeń może zostać uzgodniony pomiędzy wyceniającym i zamawiającym.

3.2 Pełna wycena przedsiębiorstwa charakteryzuje się następującymi właściwościami:

3.2.1 Jej wynik może być przedstawiony jako jedna wartość albo przedział wartości.

3.2.2 Uwzględnia wszystkie istotne informacje, jakie były dostępne w procesie jej przygotowania.

3.2.3 Wyceniający stosuje właściwe procedury w celu zebrania i analizy informacji, które mogą być istotne w wycenie.

3.2.4 W wycenie brane są pod uwagę wszystkie podejścia uznane przez wyceniającego za właściwe.

3.3 Uproszona wycena przedsiębiorstwa charakteryzuje się następującymi właściwościami:

3.3.1 Jej wynik wyceny może być przedstawiony jako jedna wartość albo przedział wartości.

3.3.2 Opiera się na ograniczonym zakresie informacji.

3.3.3 Podczas zbierania i analizy informacji wyceniający pomija lub upraszcza wykorzystywane procedury.

3.3.4 Wycena oparta jest na podejściach uznanych przez wyceniającego za najbardziej właściwe.

3.4 Kalkulacja wartości przedsiębiorstwa charakteryzuje się następującymi właściwościami:

3.4.1 Wynik kalkulacji może być przedstawiony jako jedna wartość albo przedział wartości.

3.4.2 Opiera się na ograniczonym zakresie informacji.

3.4.3 Podczas zbierania i analizy informacji wyceniający pomija lub upraszcza wykorzystywane procedury i przeprowadza ograniczone analizy.

3.4.4 Kalkulacja wartości może opierać się na podejściach uzgodnionych z zamawiającym.

3.5 Raporty z pełnej i uproszczonej wyceny przedsiębiorstwa są prezentowane w formie pisemnej. Wynik z kalkulacji wartości, po uzgodnieniu z zamawiającym, może mieć formę pisemną lub ustną.



## 4 Cele i funkcje wyceny przedsiębiorstwa

- 4.1 Niezbędne jest wskazanie celu wyceny przedsiębiorstwa, który wpływa na wybór standardu wartości, o którym mowa w punkcie 7 oraz stosowanych metod wyceny.
- 4.2 Cel wyceny jest uzależniony od funkcji jaką ma pełnić dana wycena. Do podstawowych funkcji wyceny zalicza się:
- 4.2.1 Funkcję doradczą (decyzyjną). Jej istotą jest dostarczenie niezbędnych informacji w związku z zamierzonymi transakcjami kapitałowymi oraz innymi decyzjami zarządczymi.
  - 4.2.2 Funkcję argumentacyjną. Jej istotą jest dostarczenie informacji o przedsiębiorstwie i jego wartości, które mogą wzmacniać siłę przetargową jednej ze stron w prowadzonych negocjacjach.
  - 4.2.3 Funkcję mediacyjną. Jej istotą jest dostarczenie niezbędnych informacji dotyczących wartości przedsiębiorstwa w przypadku transakcji kapitałowych, w których opinie stron na temat wartości są rozbieżne.
  - 4.2.4 Funkcję zabezpieczającą. Jej istotą jest dostarczenie informacji dotyczących wartości przedsiębiorstwa w celu zabezpieczenia się przed negatywnymi skutkami sporów na tle wartości.
  - 4.2.5 Funkcję informacyjną. Jej istotą jest dostarczenie uzyskanych w procesie wyceny informacji dla potrzeb zarządzania przedsiębiorstwem.
- 4.3 Celem wyceny przedsiębiorstwa, jego zorganizowanej części lub udziału w przedsiębiorstwie, może być ustalenie jego wartości między innymi na potrzeby:
- 4.3.1 Kupna lub sprzedaży.
  - 4.3.2 Postępowania układowego, upadłościowego lub likwidacji.
  - 4.3.3 Łączenia lub podziału przedsiębiorstw.
  - 4.3.4 Podwyższania kapitału lub umarzania akcji i udziałów.
  - 4.3.5 Określenia wartości aktywów posiadanych przez fundusze.
  - 4.3.6 Postępowań cywilnoprawnych.
  - 4.3.7 Podatkowe.
  - 4.3.8 Sprawozdawczości finansowej.
  - 4.3.9 Weryfikacji zdolności kredytowej i zabezpieczenia kredytu.



- 4.3.10 Ubezpieczenia.
- 4.3.11 Odszkodowania.
- 4.3.12 Kontroli wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela w przedsiębiorstwo.
- 4.4 W uzasadnionych przypadkach dopuszcza się również wskazanie innego celu wyceny niż wymienione. W takiej sytuacji wymagane jest jednak przedstawienie stosownego wyjaśnienia.

## **5 Przedmiot wyceny**

- 5.1 Przedmiotem wyceny w rozumieniu niniejszej Noty jest wycena przedsiębiorstwa, zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub udziałów w jego kapitale własnym.
- 5.2 Przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych, przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Dokonując wyceny kapitału własnego (ang. *Equity Value*), od wartości przedsiębiorstwa (ang. *Enterprise Value, Firm Value*) należy odjąć wartość zobowiązań finansowych.
- 5.3 Zorganizowana część przedsiębiorstwa (ZCP) - oznacza organizacyjnie i finansowo wyodrębniony, w istniejącym przedsiębiorstwie, zespół składników materialnych i niematerialnych, w tym zobowiązania, przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych, który zarazem mógłby stanowić niezależne przedsiębiorstwo samodzielnie realizujące te zadania. Zorganizowane części przedsiębiorstwa często charakteryzują się wyodrębnieniem lokalizacyjnym, majątkowym lub organizacyjnym.
- 5.4 Z udziałami w kapitale własnym przedsiębiorstwa wiąże się różny poziom sprawowania kontroli, co jest uwzględniane w procedurze wyceny i rzutuje na jej wynik.

## **6 Podstawowe założenia wyceny**

- 6.1 Niezbędne jest określenie podstawowych założeń wyceny. Przyjęte założenia wpływają na wybór stosowanych metod wyceny.
- 6.2 Wycena odbywa się na podstawie jednego z następujących założeń:
  - 6.2.1 Założenia kontynuacji działalności - przyjmuje się, że wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności.



- 6.2.2 Założenia likwidacji działalności w sytuacji nieprzymusowej - przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w rozsądnym przedziale czasu w celu uzyskania możliwie najwyższych wpływów z ich sprzedaży.
- 6.2.3 Założenia likwidacji działalności w sytuacji przymusowej - przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w możliwie najkrótszym czasie, co często powoduje uzyskanie niższych wpływów niż w sytuacji nieprzymusowej.
- 6.2.4 Założenia likwidacji zbędnych aktywów – przyjmuje się, że sprzedawana jest zorganizowana część mienia wchodząca w skład majątku przedsiębiorstwa.

## 7 Standardy wartości

- 7.1 Niezbędne jest określenie i zdefiniowanie standardu wartości mającego zastosowanie w danej wycenie. Standard wartości określa strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki jej zawierania. Standard wartości definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości.
- 7.2 Wpływ na wybór standardu wartości powinny mieć w szczególności następujące przesłanki:
  - a. cel wyceny,
  - b. uwarunkowania prawne,
  - c. uwarunkowania metodyczne,
  - d. stan przedmiotu wyceny,
  - e. przyjęte założenia i ograniczenia.
- 7.3 Jako standard wartości w wycenie przedsiębiorstw może być przyjęta jedna z następujących kategorii wartości:
  - 7.3.1 Godziwa wartość rynkowa (ang. *Fair Market Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.



- 7.3.2 Wartość sprawiedliwa (ang. *Fair Value*) - 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, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej (ang. *Fair Value*) zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości.
- 7.3.3 Wartość inwestycyjna (ang. *Investment Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej, jest odpersonifikowana i bezstronna.
- 7.3.4 Wartość wewnętrzną (ang. *Intrinsic Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową.
- 7.4 W uzasadnionych przypadkach dopuszcza się również przyjęcie, jako standardu wartości innej kategorii wartości niż wymienione, w takiej sytuacji wymagane jest jednak zamieszczenie w wycenie stosowanego wyjaśnienia.

## **8 Podejścia w wycenie przedsiębiorstwa**

- 8.1 W wycenie przedsiębiorstwa wyróżniamy trzy podejścia: majątkowe, dochodowe i porównawcze.
- 8.2 Podejście majątkowe (ang. *Asset-Based Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa poprzez wartość jego aktywów pomniejszonych o pasywa obce.
- 8.2.1 Metody majątkowe oparte są na wycenie poszczególnych składników aktywów i pasywów obcych. Nie uwzględniają synergii pomiędzy składnikami przedsiębiorstwa, związanych z ich zorganizowanym wykorzystaniem.
- 8.2.2 W wycenie należy uwzględnić aktywa oraz zobowiązania pozabilansowe.
- 8.2.3 Do majątkowych metod wyceny zalicza się w szczególności:





- 8.2.3.1 Metodę wartości skorygowanych aktywów netto (ang. *Adjusted Net Asset Method*).
- 8.2.3.2 Metodę wartości likwidacyjnej (ang. *Liquidation Value Method*).
- 8.2.3.3 Metodę wartości odtworzeniowej (ang. *Replacement Value Method*).
- 8.2.4 W przypadku przyjęcia założenia likwidacji działalności stosowana jest metoda wartości likwidacyjnej.
- 8.3 Podejście dochodowe (ang. *Income Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa w oparciu o strumienie przyszłych dochodów ekonomicznych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (kosztem zaangażowanego kapitału).
  - 8.3.1 Do dochodowych metod wyceny zalicza się między innymi:
    - 8.3.1.1 Metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (ang. *Discounted Cash Flows*), która może opierać się na przepływach przynależnych właścicielom - FCFE (ang. *Free Cash Flows to Equity*) lub przepływach przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom - FCFF (ang. *Free Cash Flows to Firm*).
    - 8.3.1.2 Metodę zdyskontowanych zysków (ang. *Discounted Future Earnings Method*).
    - 8.3.1.3 Metodę zdyskontowanych dywidend (ang. *Discounted Dividends Method*).
  - 8.3.2 Okres projekcji dochodów ekonomicznych (prognozy finansowej) powinien wynikać z następujących uwarunkowań:
    - a. W przypadku przedsiębiorstw, których funkcjonowanie z założenia jest ograniczone w czasie, projekcja powinna pokrywać się z okresem planowanej działalności.
    - b. W przypadku założenia kontynuacji działalności przedsiębiorstwa w nieograniczonym czasie, projekcja powinna obejmować okres poprzedzający fazę pełnej dojrzałości działalności operacyjnej charakteryzującą się osiągnięciem stabilnych dochodów.
  - 8.3.3 Wynik wyceny metodą dochodową należy skorygować o aktywa i pasywa nieuwzględnione w prognozowanej działalności operacyjnej.
  - 8.3.4 Kluczowymi aspektami w podejściu dochodowym jest określenie strumieni dochodów ekonomicznych i właściwego dla danego strumienia dochodu kosztu kapitału.



- 8.4           Podejście porównawcze (ang. *Market Approach*) obejmuje grupę metod wyceny polegających na określeniu wartości przedsiębiorstwa przez porównanie go z innymi. Podejście bazuje na cenach transakcyjnych uzyskanych na warunkach rynkowych. Podstawowym zagadnieniem jest wybór przedsiębiorstw porównywalnych oraz mierników ekonomiczno-finansowych (mnożników porównawczych).
- 8.4.1       Dobór przedsiębiorstw porównywalnych powinien zostać uzasadniony. Przedsiębiorstwa porównywalne powinny należeć do tego samego sektora lub jego części. W szczególnych przypadkach można odnieść się do przedsiębiorstw z sektorów pokrewnych, uzasadniając wybór.
- 8.4.2       Mnożniki porównawcze wykorzystywane w wycenie opierają się na kluczowych wielkościach ekonomiczno-finansowych opisujących potencjał dochodowy i majątkowy przedsiębiorstwa. Wyróżnić można trzy rodzaje mnożników wynikające z kapitału własnego i długu:
- 8.4.2.1     Mnożniki oparte na wartości rynkowej pochodzące z transakcji z rynku publicznego lub transakcji prywatnych; np. P/E, P/BV.
- 8.4.2.2     Mnożniki oparte na wartości całego przedsiębiorstwa, tj. kapitału własnego i długu; np. EV/EBIT (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes*), EV/EBITDA (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*).
- 8.4.2.3     Mnożniki oparte na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach; np. EV/liczby hektolitrów piwa, EV/liczby subskrybentów, EV/liczby aktywnych codziennie użytkowników portalu (ang. *unique users*).
- 8.4.3       Wycena oparta na mnożnikach sektorowych nie może stanowić jedynej metody wyceny.
- 8.4.4       Zasady wyceny przy zastosowaniu metod porównawczych:
- 8.4.4.1     Dane na temat przedsiębiorstw stanowiących bazę porównawczą, powinny być wiarygodne, a dane dotyczące cen aktualne na datę wyceny.
- 8.4.4.2     Zastosowanie mnożników powinno być spójne poprzez przeprowadzenie obliczeń w ten sam sposób dla wycenianego przedsiębiorstwa i dla przedsiębiorstw porównywalnych.
- 8.4.4.3     Ze względu na różnice pomiędzy udziałami w wycenianym przedsiębiorstwie, a udziałami w przedsiębiorstwach porównywalnych, konieczne jest dokonanie odpowiednich korekt z tytułu kontroli, płynności i wielkości.



8.4.4.4 W uzasadnionych przypadkach należy dokonać korekty danych finansowych przedsiębiorstwa wycenianego lub przedsiębiorstw porównywalnych o elementy nieoperacyjne, nadzwyczajne i o charakterze jednorazowym oraz inne czynniki zaburzające porównywalność.

## **9 Dyskonta i premie**

9.1 Ze względu na zróżnicowane skutki przeniesienia na nowego właściciela udziałów kapitałowych w wycenie stosuje się premie i dyskonta.

9.2 Zastosowanie premii lub dyskonta wymaga określenia i zdefiniowania wartości bazowej, w stosunku do której będą one stosowane. Wartość bazowa jest to wartość wycenianych udziałów przed dokonaniem korekt z tytułu dyskont lub premii.

9.3 Dyskonta i premie to narzędzia, które służą do ilościowego określenia korekty wartości w stosunku do wartości bazowej.

9.4 Każde zastosowanie premii lub dyskonta powinno być zdefiniowane i uzasadnione.

9.5 Wyceniający powinien rozważyć, czy należy dokonać korekt wartości związanych z poziomem płynności, brakiem kontroli, czy wielkością przedsiębiorstwa.

9.6 W wycenie udziałów uwzględnia się występujące uprawnienia i ograniczenia związane z prawem do przedsiębiorstwa lub z udziałem, niezależnie od formy prawnej jego funkcjonowania.

## **10 Rekomendacja wartości**

10.1 Efektem przeprowadzonej wyceny jest rekomendacja wartości.

10.2 Rekomendowana wartość może być podana w formie kwoty lub przedziału wartości.

10.3 W sytuacji gdy wycena różnymi metodami prowadzi do istotnie zróżnicowanych wyników, wyceniający powinien zidentyfikować i wyjaśnić przyczyny tych różnic oraz zaprezentować czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa.

10.4 Rekomendowana wartość powinna uwzględniać:

- a. przedmiot i cel wyceny,
- b. założenia szacowanej wartości,
- c. przyjęty standard wartości,



d. ewentualne premie i dyskonta.

10.5 Jeżeli wartość oszacowana innymi metodami niż za pomocą metody wartości likwidacyjnej jest niższa, wówczas dolną granicą wartości przedsiębiorstwa powinna być wartość likwidacyjna.

## 11 Zakres analizy i sposób raportowania

11.1 Dla uzyskania wiarygodnych rezultatów procedura wyceny powinna obejmować zebranie i przeanalizowanie informacji niezbędnych do przeprowadzenia wyceny (w zakresie adekwatnym do standardu określonej wartości i wybranych metod), a w szczególności należy przeprowadzić analizę:

11.1.1 Historycznych wyników działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, stanu obecnego oraz planów i perspektyw rozwoju.

11.1.2 Historycznej i aktualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej.

11.1.3 Stanu aktywów i pasywów, w tym zobowiązań przedsiębiorstwa.

11.1.4 Warunków funkcjonowania sektorów/rynków, na których działa przedsiębiorstwo i tych, które mają wpływ na dane przedsiębiorstwo.

11.1.5 Uwarunkowań prawnych i innych czynników zewnętrznych mających wpływ na działalność przedsiębiorstwa.

11.1.6 Historycznych transakcji udziałami/akcjami wycenianego przedsiębiorstwa.

11.1.7 Danych z rynku kapitałowego (stopy zwrotu; dane o notowaniach akcji firm porównywalnych; dane o transakcjach przejęć firm podobnych, cen uzyskiwanych w transakcjach udziałami/akcjami podmiotów podobnych do wycenianego, w tym umów i warunków wpływających na ceny).

11.1.8 Innych danych i informacji, które zostaną uznane za istotne w procesie wyceny.

11.2 Przyjęte informacje i dane źródłowe dotyczące wycenianego przedsiębiorstwa powinny być potwierdzone za zgodność przez osobę reprezentującą przedsiębiorstwo lub upoważnioną przez nią.

11.3 Wyceniający powinien podjąć działania w celu upewnienia się, iż wszystkie źródła danych, na których się opiera są wiarygodne i właściwe dla dokonywanej wyceny. W wielu przypadkach przeprowadzenie pełnej weryfikacji drugo- i trzeciorzędnych źródeł informacji wykracza poza zakres usług świadczonych przez wyceniającego. W takim przypadku wyceniający weryfikuje dokładność i adekwatność danych w stopniu zwyczajowo przyjętym na rynku i w miejscu wyceny. Jeżeli taka sytuacja ma miejsce, należy



przedstawić wpływ informacji i założeń podanych przez Zlecającego na oszacowaną wartość. W raporcie powinien być wskazany zakres wykorzystania danych, informacji i analiz dostarczonych przez ekspertów lub inne podmioty, a także źródła informacji.

- 11.4 „Raport z pełnej wyceny przedsiębiorstwa” jest to pisemna, autorska opinia o wartości przedmiotu wyceny wraz z prezentacją założeń stanowiących podstawę szacowania. Raport zawiera istotne informacje uzyskane w procesie szacowania oraz warunki ograniczające zgodnie z niniejszą Notą Interpretacyjną. „Raport z uproszczonej wyceny przedsiębiorstwa” i „Raport z kalkulacji wartości” mogą pomijać niektóre elementy występujące w raporcie z pełnej wyceny przedsiębiorstwa.
- 11.5 Zawartość raportu z wyceny powinna być spójna z przyjętym celem wyceny.
- 11.6 Raport z wyceny powinien zawierać wystarczającą ilość informacji aby był on zrozumiały. Analizy, opinie oraz konkluzje zawarte w raporcie z wyceny powinny być przedstawione w sposób jasny i nie wprowadzający w błąd.
- 11.7 W raporcie należy przedstawić wpływ informacji i założeń podanych przez zlecającego na wynik wyceny.
- 11.8 W raporcie powinien zostać wskazany zakres wykorzystania danych, informacji i analiz dostarczonych przez ekspertów lub inne podmioty, a także źródła informacji, na których bazował wyceniający.
- 11.9 Prezentując otrzymany rezultat, konieczne jest podanie założeń przyjętych w wycenie.
- 11.10 Raport z wyceny powinien zawierać co najmniej:
- a. specyfikację warunków zlecenia,
  - b. opis przedsiębiorstwa i jego otoczenia,
  - c. analizę ekonomiczno-finansową,
  - d. opis zastosowanych metod wyceny oraz rekomendację wartości,
  - e. oświadczenia, klauzule, podpis wyceniającego.
- 11.10.1 Specyfikacja warunków zlecenia powinna obejmować:
- a. przedmiot wyceny (np. pakiet 20% udziałów w spółce z o.o.; przedsiębiorstwo spółki SA; 1/3 udziału w zorganizowanym przedsiębiorstwie spółki jawnej),
  - b. cel wyceny / zakładane wykorzystanie wyceny,



- c. zlecającego oraz innych użytkowników wyceny,
- d. podanie szacowanego standardu wartości i jego definicji,
- e. określenie podstawowego założenia wyceny (założenie kontynuowania działalności; założenie likwidacji),
- f. poziom wartości (np. pakiet kontrolny; płynność pakietu),
- g. datę wyceny (na jaki dzień została przeprowadzona wycena) oraz datę przygotowania raportu,
- h. źródła informacji użyte w wycenie,
- i. inne kluczowe informacje i dane niezbędne do przedstawienia przedmiotu wyceny.

11.10.2 Opis przedsiębiorstwa i jego otoczenia powinien obejmować:

- a. podanie formy prawnej (działalność gospodarcza, sp. jawna, sp. z o.o., SA itp.),
- b. opis historii przedsiębiorstwa,
- c. prezentację produktu/usługi,
- d. prezentację rynku/klientów,
- e. informacje o zarządzie,
- f. opis głównych aktywów oraz zobowiązań,
- g. prezentację ogólnych perspektyw/prognoz dla gospodarki, sektora oraz przedsiębiorstwa,
- h. opis historycznych transakcji dotyczących przedmiotu wyceny,
- i. informacje o sezonowości sprzedaży/działalności operacyjnej,
- j. informacje o konkurencji.

11.10.3 Analiza ekonomiczno-finansowa powinna obejmować:

- a. analizę historycznych sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa; w raporcie winny być zamieszczone historyczne rachunki zysków i strat oraz bilanse za okresy wystarczające z punktu widzenia celu przeprowadzenia wyceny oraz istoty działalności operacyjnej podmiotu,



- b. w przypadku dokonywania korekt do sprawozdań finansowych dla celu przeprowadzenia wyceny, korekty powinny być rzetelnie i jasno wyjaśnione,
- c. w przypadku, gdy prognozy rachunku zysków i strat, i/lub bilansu i/lub przepływów pieniężnych są użyte do wyceny, główne założenia do prognozy sprawozdań finansowych powinny być przedstawione i wyjaśnione,
- d. jeśli jest to celowe dla wyceny, wyniki finansowe przedsiębiorstwa powinny być przeanalizowane na tle sektora, w którym ono działa.

11.10.4 Opis zastosowanych metod wyceny oraz rekomendacja wartości powinna obejmować:

- a. uzasadnienie wyboru zastosowanych podejść i metod wyceny,
- b. charakterystykę każdej zastosowanej metody wyceny, z przedstawieniem poszczególnych etapów i procedur,
- c. wyjaśnienia, w jaki sposób kluczowe wskaźniki/parametry użyte w wycenie zostały oszacowane i przyjęte przez wyceniającego,
- d. rekomendowaną wartość wraz z uzasadnieniem.

11.11 W przypadku gdy występuje konflikt interesów, wyceniający ma obowiązek w raporcie ujawnić jego istnienie i charakter. Zapis powinien być zamieszczony w klauzuli bezpośrednio pod wynikiem końcowym.

11.12 Raport z wyceny powinien:

11.12.1 Być podpisany przez autora.

11.12.2 Zawierać oświadczenie wyceniającego, że wycena została sporządzona zgodnie z jego najlepszą wiedzą i przekonaniem.

11.12.3 Zawierać następujące klauzule i oświadczenia:

11.12.3.1 Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej wycenę; analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.

11.12.3.2 Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w raporcie przez wyceniającego wniosków oraz konkluzji z góry zakładanymi rezultatami.

11.12.3.3 Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od:



- a. przygotowania lub przedstawienia w raporcie wniosków lub konkluzji z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami,
- b. wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w raporcie,
- c. uzyskania z góry założonego rezultatu,
- d. przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny,
- e. konkluzji raportu korzystnej dla klienta.

11.13 Raport z wyceny może być przedstawiony jedynie zamawiającemu, chyba że wyrazi on zgodę na przedstawienie raportu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu (policja, prokuratura itp.) na udostępnienie raportu z wyceny.

## 12 Opracowanie i obowiązywanie Noty

12.1 Zespół Noty Interpretacyjnej nr 5 Wycena przedsiębiorstw został powołany przez Komisję Standardów dnia 15 października 2008 r.

12.2 Założenia Noty Interpretacyjnej nr 5 przygotowali:

prof. Dariusz Zarzecki	Przewodniczący Zespołu, Uniwersytet Szczeciński
prof. Elżbieta Mączyńska	Przewodnicząca Zespołu do 28.01.2009r., Prezes Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, Szkoła Główna Handlowa
dr inż. Anna Beer-Zwolińska	sekretarz zespołu, PFSRM
Bohdan Bombała	PFSRM
dr inż. Jerzy Filipiak	Komisja Standardów PFSRM
Michał Grudziński	Uniwersytet Szczeciński
dr Magdalena Habdas	Uniwersytet Śląski
dr inż. Jan Konowalczyk	Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach, PFSRM
dr Marek Panfil	Szkoła Główna Handlowa
dr Marcin Pęksyk	Uniwersytet Gdański, FAIA (Acad)
prof. Mieczysław Prystupa	Przewodniczący Warszawskiego Stowarzyszenia Rzecznawców Majątkowych, Politechnika Warszawska
dr Tomasz Ramian	Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach
dr Piotr Szymański	Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

12.3 Treść Noty Interpretacyjnej nr 5 konsultowali:





prof. Ryszard Borowiecki	Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Stefan Czerwiński	Sekretarz Generalny Zarządu Głównego Stowarzyszenia Księgowych w Polsce
Mateusz Czerwiński	Uniwersytet Szczeciński
Paweł Cygański	delegowany przez Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych Lewiatan, członek ACCA (the Association of Chartered Certified Accountants), członek Amerykańskiego Stowarzyszenia Biegłych w Dziedzinie Wycen (American Society of Appraisers), Partner Cann Financial Advisory Sp. z o.o.
prof. Tadeusz Dudycz	Politechnika Wroclawska
dr Andrzej Jaki	Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Ewa Sender	główny księgowy, zastępca dyrektora Biura Zarządu Głównego Stowarzyszenia Księgowych w Polsce
dr Tomasz Słoński	Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Tomasz Wiśniewski	delegowany przez Krajową Izbę Biegłych Rewidentów, członek Kanadyjskiego Instytutu Biegłych ds. Wycen Przedsiębiorstw (The Canadian Institute of Chartered Business Valuators), partner w Grupie Corporate Finance w KPMG, kieruje zespołem wycen

12.4 Komisja Standardów Zawodowych, w składzie: Radosław Gaca, Jerzy Adamiczka, Zbigniew Brodaczewski, Mirosław Chumek, Wojciech Daniel, Jerzy Dydenko, Krzysztof Grzesik, Łukasz Maciak, Magdalena Małecka-Pilujka, Monika Nowakowska, Sabina Źróbek i Tadeusz Źurowski przyjęła ostateczną wersję redakcyjną Noty.

12.5 Nota została uchwalona przez Radę Krajową PFSRM na posiedzeniu w dniu 11 kwietnia 2011 i włączona jako Nota interpretacyjna nr 5 (NI 5) do zbioru Powszechnych krajowych zasad wyceny (PKZW).