

Opinia

Dyskonto za brak płynności oraz za brak kontroli nad spółką przy wycenie wartości udziałów wspólnika wyłączonego na podstawie art. 266 k.s.h.

1. Wstęp:

Dyskonta są często stosowanym zabiegiem ekonomicznym w procesie przygotowywania wycen spółek jak też pakietów udziałów spółek. Stosowane są one zarówno przy wycenach dokonywanych metodą porównawczą, jak też metodą DCF. Dyskonta za brak kontroli lub płynności częściej się jednak spotyka przy wycenach dokonywanych metodą porównawczą, gdy wyceniana spółka (lub pakiet jej udziałów), nienotowana na giełdzie, jest porównywana do wycen spółek (i ich akcji) giełdowych o podobnym charakterze. Przypomnijmy więc na wstępie pryncypia wyceny porównawczej:

1. Aby znaleźć odpowiedni materiał do zbudowania wyceny porównawczej, musimy znaleźć wystarczająco dużo spółek bardzo podobnych do wycenianej spółki. Dotyczy to nie tylko rynku na którym działa spółka, charakteru jej modelu biznesowego, skali, momentu w cyklu życia przedsiębiorstwa, ale także portfela usług/produktów które oferuje i rodzaju klientów jacy korzystają z jej usług/kupują jej towary. Jeśli już znajdziemy taką spółkę do porównania należy skupić się nie tylko na jej historycznych wynikach i wskaźnikach, ale także na prognozowanych przyszłych wynikach (jak w wycenie DFC), przy czym mówimy tu o prognozach rynkowych (analitycznych), a nie samych tylko komunikatach zarządów rzeczonych spółek przygotowywanych na potrzeby rynku publicznego.
2. W przypadkach spółek bardzo podobnych w opisanych wyżej parametrach, do analizy danych historycznych wystarcza 2-3 lata, im bardziej spółka odbiega od wycenianego wzorca, okres brany pod uwagę do porównań powinien być dłuższy, dotyczy to zwłaszcza sytuacji przedsiębiorstw które są na innym etapie cyklu rozwoju i dynamiki wzrostu biznesu. Zbadanie przyszłych prognozowanych przychodów jest kluczowe, by upewnić się że porównywane podmioty są podobne, a nie mimo pozornych podobieństw produktowych,

czy modeli biznesowych, czy skali, dzieli je przepaść gdy porównamy cykl ich życia i możliwości wzrostu biznesu w przyszłości.

3. Porównywać zawsze należy dane skorygowane wcześniej o zdarzenia nadzwyczajne, elementy wyników pochodzące z operacji księgowych, nie będące wynikiem działania samego przedsiębiorstwa sensu stricto, ponieważ wycena porównawcza na danych historycznych, bez uprzedniego skorygowania zdarzeń nadzwyczajnych może przynosić bardzo mylne wnioski. Podobnie się dzieje, gdy wycena powstaje w oparciu o dane historyczne dla spółek o różnym tempie rozwoju i różnym etapie cyklu życia przedsiębiorstwa.
4. Statystyczna wycena porównawcza oparta jest na uśrednieniu wyników dla 2-3 kolejnych lat obrotowych (po skorygowaniu ich o zdarzenia nadzwyczajne), a w ramach nich dla wybranych 2-3 wskaźników (zazwyczaj EV/EBITDA, P/E ewentualnie EV/Sales, czasem inne).

Kwestia zastosowania lub nie zastosowania dyskonta za brak płynności udziałów/akcji zależy natomiast głównie od celu wyceny i oczekiwań zamawiającego wycenę. Jeżeli wyceniamy wartość spółki z perspektywy udziałowca, szczególnie mniejszościowego, w sytuacji gdy nie mamy do czynienia z przymusową sprzedażą udziałów w spółce, to przyjęcie dyskonta za brak płynności w wycenie jest uzasadnione. Taki udziałowiec ma bowiem bardzo ograniczone możliwości zbycia udziałów, w przeciwieństwie do akcjonariusza mniejszościowego w spółce giełdowej, który po prostu składa zlecenie na giełdzie i sprzedaje akcje. Jeżeli jednak wyceniamy wartość spółki nie notowanej na giełdzie z perspektywy przeprowadzania transakcji całościowej (100% udziałów) lub ma ona dotyczyć pakietu większościowego, to przyjmowanie dyskonta w wycenie jest nie tylko nieuzasadnione, ale jest po prostu błędem metodologicznym, ponieważ z perspektywy takiej transakcji nie ma znaczenia czy udziały są płynne czy nie. Istotne jest że jest chętny nabywca do kupienia całości lub większości przedsiębiorstwa.

Co więcej, w przypadku spółek giełdowych, przejęcie pakietu kontrolnego czy całości spółki jest prawie zawsze powiązane z premią płaconą przez nabywcę. Stosowanie w realiach rynkowych premii przy transakcjach całościowych lub większościowych przejęciach (zyskiwanie pełnej lub istotnej kontroli nad spółką) może mieć różne przyczyny. Jedną z nich jest znajomość zasad działania obrotu giełdowego (skupowania akcji) w powiązaniu z czystą matematyczną kalkulacją. Gdybyśmy bowiem chcieli dokonać skupienia większości akcji jakiejś spółki bez otwartych deklaracji (wezwania) i negocjacji z jej akcjonariuszami, to stopniowe ich skupowanie na giełdzie musiało by wpłynąć w oczywisty sposób, przez wzrost

popytu, do zwiększenia ich rynkowej ceny. Tym samym łączna kwota jaką zapłacimy za akcje takiej spółki nie byłaby iloczynem ceny akcji z pierwszego dnia skupowania i ilości akcji jaka nabywca planowałby nabyć, lecz matematyczną całką (sumą) rosnącej ceny akcji mnożoną przez kolejne transze kupowanych akcji.

Tym samym nigdy nie powinno się traktować wprost wartości przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie jako iloczynu ceny akcji i ilości wszystkich akcji notowanych na giełdzie. Cena pojedynczej akcji reprezentuje tylko jej jednostkową wartość, a nie prosty ułamek wartości całej firmy. Ile to razy mieliśmy do czynienia z sytuacją, gdy wycena wszystkich akcji danej spółki notowanej na giełdzie była w danym momencie niższa, niż wprost wartość rynkowa samych nieruchomości należących do takiej spółki. Podobnych paradoksów jest wiele, gdy wycenę przedsiębiorstwa dokonuje się bezmyślnie, bez wnikania w istotne elementy jego biznesu i wskaźników. Pozostałe przyczyny płacenia premii za przejmowanie 100% przedsiębiorstwa lub większościowych pakietów ich udziałów/akcji dotyczą zazwyczaj strategii biznesowej kupującego. Przejmowane przedsiębiorstwo ma zazwyczaj uzupełniać działania innych podmiotów należących do kupującego, przynosząc dodatkowe zyski lub oszczędności nabywcy z efektów synergii.

Tym samym, jeśli nie dodamy w omówionym wyżej przypadku, przy przygotowywaniu wyceny porównawczej, mającej na celu ustalenie wartości pakietu przejmowanych udziałów, takiej premii, oznaczałoby to de facto, że zastosujemy coś w rodzaju „ukrytego dyskonta”. Wycena taka będzie bowiem niższa, niż dla porównywalnej spółki notowanej na giełdzie, w przypadku jej przejęcia z uwzględnieniem premii za przejęcie. Warto zauważyć, że premie te bywają dość istotne i w warunkach rynków światowych potrafią zawierać się w przedziałach nawet 10-30%.

2. Niniejsze opracowanie wskazuje kroki i czynności, jakie należy podjąć, przy dokonywaniu specyficznej wyceny, jaką jest wycena udziałów mniejszościowych przeprowadzana w warunkach wyłączenia wspólnika ze spółki.

Wycena w takiej sytuacji nie powinna być nazywana „wyceną rynkową”, bo sytuacja taka nie ma charakteru rynkowego, choć sama wycena oczywiście może teoretycznie bazować na zdarzeniach rynkowych, co będzie omówione dalej. Aby uznać daną wycenę za rynkową, musiałyby być spełnione podstawowe kryteria rynkowości, czyli obie strony musiałyby być niezależne, a proces wyboru nabywcy musiałby być przeprowadzony w sposób otwarty i rynkowy. W innych sytuacjach wycena zawsze obciążona będzie mniej lub bardziej ukrytymi motywami stojącymi za zastosowaniem art. 266 ksh, przestaje ona być zatem rynkowa. Co więcej,

rynkowa nie jest tu ani relacja pomiędzy wyłączanym wspólnikiem, a pozostałymi wspólnikami (bowiem dochodzi do niej zazwyczaj wbrew woli wykluczanego) ani też ewentualna relacja pomiędzy stroną trzecią, gdy to jej sprzedawane są udziały wykluczanego wspólnika.

Rekomendowane kroki:

1. Przeprowadzenie analizy sytuacji i optymalnych strategii właścicielskich dla wspólnika, który jest wyłączany, włącznie z całym historycznym przebiegiem zdarzeń. Rzadko zdarza się bowiem, aby taki wyłączany, mniejszościowy wspólnik dążył do sprzedania na wolnym rynku lub innym udziałowcom swojego pakietu udziałów. Jest bowiem wtedy skazany na dyktat cenowy bardzo ograniczonego grona nabywców, a sprzedaż udziałów mniejszościowych w skonfliktowanej spółce w ogóle wydaje się bardzo mało prawdopodobny i nieopłacalny.

2. Prześledzenie historii przedsiębiorstwa pomiędzy momentem wszczęcia postępowania o wykluczenie wspólnika oraz momentem dokonywania wyceny.

Należy przeanalizować kontynuację działalności przedsiębiorstwa, w rozumieniu podstawowej działalności, skupiającej kluczowe aktywa, pomijając ewentualne poboczne zmiany mało istotnych lub nie istotnych dla przedsiębiorstwa składników - aktywów (których ewentualną wartość łatwo określić). Czas, jaki może upłynąć pomiędzy momentem rozpoczęcia procedury wyłączenia wspólnika przez pozostałych a momentem uzyskania wyroków sądowych ustalających wycenę, może być bardzo długi.

Bardzo istotnym wątkiem, który należy w tym miejscu poruszyć, jest powszechny wśród ekonomistów (a zdaniem piszącego tą opinię – mającego i doświadczenie prawne i ekonomiczne nieuzasadniony) pogląd, że na potrzeby sporządzania wycen retrospektywnych (rzekomo) nie należy wykorzystywać informacji późniejszych niż data wyceny.

Mam głębokie przekonanie że na potrzeby wycen dokonywanych w sytuacjach jak omawiania właśnie, **nie powinno się taj zasady stosować**, bo jak już wspominałem wyżej, nie mamy tu do czynienia ze zdarzeniem rządzącym się naturalnym elementem gry rynkowej.

Należy zwrócić uwagę, że w omawianym przypadku dosłownie wszystko „stoi na głowie”. Normalnie to sprzedający wie wszystko o przedmiocie sprzedaży, natomiast kupujący musi dowiadywać się tego w toku specjalnych procedur („due

dilligence”). W sytuacji gdyby dokonywać wyceny w oparciu o informacje z momentu wykluczenia wspólnika jest odwrotnie. To wykluczający (ma interes w zaniżeniu ceny) wie o przedmiocie sprzedaży wszystko, z wspólnik wykluczany w praktyce nie wie nic lub niewiele, ponieważ jest odcinany od informacji o spółce.

Uwzględnienie informacji o spółce z daty późniejszej od daty wyceny może być użyteczne choćby w tym celu, by ocenić, czy wykluczający wspólnicy (lub kontrolowany przez nich zarząd) nie oszukał biegłych i nie zaniżył prognoz rozwoju spółki. Należy mieć na uwadze, że sytuacja jest kompletnie odwrócona w porównaniu z transakcjami na wolnym rynku. Normalnie to spółka (i jej wspólnicy) ma interes w tym, aby jak najkorzystniej przedstawić perspektywy swego rozwoju. **W omawianym przypadku jest dokładnie odwrotnie.** Spółka (jej aktualni właściciele) zrobi wszystko, aby jak najczarniej oddać własne perspektywy. Jeśli biegły wyceniający przedsiębiorstwo będzie bezrefleksyjnie trzymał się zasady, że nie wolno uwzględniać zdarzeń późniejszych od daty wyceny, to może popełnić fatalny błąd.

Jeśli okazało by się, że w kolejnych okresach po dacie wyceny, spółka osiąga wyniki wyraźnie wyższe od prognozowanych przez siebie i dzieje się to bez żadnej uchwytej, rozpoznawalnej przyczyny, to wniosek jest tylko jeden: wspólnicy, którzy wykluczyli wspólnika mniejszościowego dopuścili się oszustwa przy prognozowaniu własnego rozwoju. Mieli przecież w tym własny, żywotny interes. Teraz wystarczy tylko trzymać się dogmatu właściwego dla transakcji na wolnym rynku, by to oszustwo utrwalić i „przyklepać”. Właśnie z tej przyczyny sztywne trzymanie się dogmatu o niedopuszczalności uwzględniania czegokolwiek, co jest późniejsze od daty wyceny nie powinno być przyjmowane dla potrzeb wyceny udziałów w transakcji przymusowych.

3. Następnie należy dokonać próby wyceny „czystego biznesu”

Wycena powinna być dokonana metodą dochodową lub porównawczą z ewentualnym uwzględnieniem wyceny majątkowej. Wycena dochodowa powinna uwzględniać szereg warunków, z których część wymieniono na wstępie. Z kolei wycena dokonana metodą porównawczą powinna w pierwszej kolejności uwzględniać ewentualne transakcje dotyczące wycenianej spółki, a dopiero potem spółek podobnych. Jeżeli nie dysponujemy taką transakcją, to pozostaje nam ustalenie wartości na podstawie transakcji przejść podobnych przedsiębiorstw, o ile są znane lub wycen podobnych spółek do danych których jest publiczny dostęp. W obu tych przypadkach dochodzimy do ostatniego etapu wyceny, czyli ewentualnego zastosowania dyskonta lub premii.

4. Dyskonto czy premia? (w związku z brakiem płynności lub kontroli nad spółką)

Najkorzystniejsza rynkowo strategia, jaką powinien przyjąć wspólnik, którego usiłuje się wykluczyć powinna polegać na doprowadzeniu do całościowej sprzedaży firmy i uzyskania części kwoty transakcji przypadającej na jego udziały. Jeżeli na taką transakcję nie ma szans lub nie zgadzają się na nią większościowi wspólnicy, to mimo wszystko, wycena wartości powinna odbywać się przy założeniu, że taka sytuacja jest teoretycznie możliwa do przeprowadzenia.

We wstępie do niniejszego opracowania wykazano, że przy całościowej sprzedaży przedsiębiorstwa nie może być mowy o dokonywaniu dyskonta w wycenie względem jego wartości oszacowanej na podstawie danych podobnych spółek notowanych na giełdzie, czyli dyskonta za „brak płynności” (za to, że spółka nie jest notowana na giełdzie i nie ma dostępu do danych o częstych, powtarzalnych transakcjach na jej udziałach). Co więcej, istnieją poważne przesłanki za tym, że w takich sytuacjach należy dodać do wyceny istotną premię za fakt przejmowania „pakietu kontrolnego” lub po prostu całości spółki. Całościowa sprzedaż spółki wyklucza obniżanie jej wyceny z powodu faktu, iż nie jest ona notowana na giełdzie. Wycena ta powinna być bowiem podwyższona o premię za kontrolę.

Skoro potrafimy już oszacować wartość całej spółki - wszystko jedno czy na podstawie wyceny porównawczej giełdowych spółek do niej podobnych, czy na podstawie zdyskontowania jej prognozowanych przyszłych dochodów (wziętych z prognoz całej branży), czy też na podstawie transakcji przejścia tejże spółki, do której mogło dojść w przeszłości - **to w następnym kroku należy odnieść się do tego, jak należy wycenić mniejszościowy pakiet udziałów wyłączanego wspólnika**, czyli rozstrzygnąć kwestię tego, czy z powodu, iż pakiet ten jest „mniejszościowy”, a zatem nie wiąże się z nim żadna kontrola nad spółką, to czy jego wartość powinna być obarczona jakimś dyskontem?

Autor opracowania dostrzega szereg argumentów, które przemawiają za tym, że wyłączany ze spółki udziałowiec mniejszościowy, **powinien otrzymać po prostu odpowiednią, proporcjonalną do posiadanej części udziałów, część kwoty na jaką wyceniona została cała spółka** - takiej, jaką można by uzyskać w hipotetycznej transakcji jej całościowej sprzedaży lub też jaką istotnie uzyskano podczas takiej transakcji, o ile miała ona miejsce. W żadnym wypadku kwota przypadająca na takiego wyłączanego wspólnika mniejszościowego nie powinna

być przedmiotem dyskonta. Przemawia za tym szereg bardzo istotnych argumentów:

1. Wycena udziałów arbitralnie wykluczanego wspólnika jest czymś zupełnie innym, niż sytuacja, w której mniejszościowy wspólnik, z powodu np. złej sytuacji materialnej, z własnej inicjatywy poszukuje możliwości sprzedania swoich udziałów pozostałym wspólnikom lub na wolnym rynku. Wtedy cena udziałów jest po prostu przedmiotem indywidualnych negocjacji i rzeczywiście nietrudno sobie wyobrazić sytuację, w której taki wspólnik zgadza się na transakcję z dyskontem.
2. W przypadku wyceny nie tyle mniejszościowego pakietu udziałów lecz w zasadzie rekompensaty za nie, wobec faktu mniej lub bardziej przymusowego pozbawienia ich, sytuacja wspólnika jest inna. Sprzedaż udziałów nie odbywa się z woli wspólnika, lecz jest on do niej w ten czy inny sposób przymuszany. Nie ma to nic wspólnego z dobrowolnym działaniem. W takim przypadku jakiegokolwiek dyskonto od wyceny jego udziałów stałoby się jednocześnie premią dla pozostałych wspólników, ponieważ nabyli by oni wtedy pozostałe udziały w spółce z rabatem od ich wartości rynkowej równym takiemu dyskontu. Doszłoby więc tutaj do sytuacji, że większościowi wspólnicy siłowo pozbawiając udziałów wspólnika mniejszościowego, z definicji mogli by zawsze liczyć na premię za takie działanie, równą dyskontu na udziałach wspólnika mniejszościowego.
3. Pogląd wyrażony w pkt. 2 jest wzmacniany faktem, iż wyłączenie wspólnika jest prawie zawsze odzwierciedleniem konfliktu istniejącego w spółce. W takich sytuacjach nie widać logicznych racji dla automatycznego uprzywilejowania większościowych wspólników (dla nich dyskonto=premia/nieuzasadnione zyski), bez wnikania w to kto jest przyczyną konfliktu.
4. Dodatkowo należy zauważyć, że wspólnicy większościowi zostają i tak z definicji uprzywilejowani już choćby w ten sposób, że zachowują przedsiębiorstwo, które mogą rozwijać i pobierać z niego przychody w przyszłości. Nie ma więc żadnego racjonalnego powodu, dla którego mieliby zyskiwać dodatkowo z tego tytułu, że wycena udziałów wspólnika wykluczanego będzie obciążona dyskontem.

Z przedstawionych wyżej powodów wynika, że stosowanie dyskont za brak płynności udziałów czy też brak kontroli nad spółką, na jakimkolwiek etapie wyceny udziałów wspólnika wyłączanego ze spółki nie ma żadnych podstaw merytorycznych i jest błędem metodologicznym. Istnieją z kolei przesłanki za ewentualnym stosowaniem premii przy ustalaniu wartości całości przedsiębiorstwa na potrzeby takiej wyceny.

Krzysztof Mikulski

C-level manager, business angel, doradca na rynku M&A.

Krzysztof Mikulski ma ponad 20 letnie doświadczenie w rynku inwestycyjnym oraz w zarządzaniu spółkami na różnych etapach rozwoju. Był członkiem zarządu funduszu inwestycyjnego Business Angel SeedFund, wieloletni Dyrektor Rozwoju i Badań w Agora SA odpowiedzialny za strategię i realizację przejęć dla segmentu Internet oraz w zarządzanie spółkami portfelowymi w Polsce i za granicą. Doradca startupów i funduszy inwestycyjnych w ich strategiach inwestycyjnych i prowadzeniu procesów M&A. Business Angel zaangażowany aktywnie w budowę i rozwój portfela spółek.