

## Subiektywistyczna kategoria wartości a wycena przedsiębiorstw w postępowaniach sądowych

Mateusz Czerwiński, Maciej Seremak, Przemysław Wardyn\*

**Streszczenie:** *Cel* – Artykuł jest prezentacją opinii autorów w kwestii nowego spojrzenia na proces wyceny przedsiębiorstw.

*Metodologia badania* – Na potrzeby opracowania przeprowadzono studium literaturowe oraz analizę aktów prawnych.

*Wynik* – Biorąc pod uwagę główne postulaty przedstawicieli austriackiej szkoły ekonomii ustalono, że istnieje uzasadniona możliwość zastosowania w praktyce wyceny subiektywistycznej kategorii wartości. Przykładem może być wycena na potrzeby postępowania przygotowawczego upadłości likwidacyjnej określonej w art. 56 ustawy prawo upadłościowe.

*Oryginalność/wartość* – Opracowanie jest pierwszą znaną autorom próbą połączenia subiektywistycznego ujęcia wartości i powszechnie przyjętej w Polsce praktyki wyceny przedsiębiorstw według szkoły anglosaskiej.

**Słowa kluczowe:** austriacka szkoła ekonomii, wycena przedsiębiorstw, standardy wartości

### Wprowadzenie

Austriacka szkoła ekonomii, jak dotychczas, doświadczyła dwóch okresów naukowego odrodzenia. Z pierwszym mieliśmy do czynienia w połowie lat 70.<sup>1</sup> XX wieku, a z drugim na początku lat 90., kiedy to doszło do upadku komunizmu w Europie (Evans, Tarko, 2014). Kolejnymi wydarzeniami, które przypominały o ekonomii austriackiej był światowy kryzys finansowy z 2008 roku oraz ultrałagodna polityka monetarna realizowana w ostatnich latach przez część banków centralnych. Okoliczności te, z racji silnego wpływu na rynki kapitałowe, stały się okazją do krytyki neoklasycznej teorii wyceny przedsiębiorstwa szkoły anglosaskiej, która dominuje również w Polsce.

Podejście to postrzegane jest jako zorientowane ponadindywidualnie, a ściślej na zorganizowany w formie giełdy doskonały i zupełny rynek kapitałowy oraz na działających

---

\* mgr Mateusz Czerwiński, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw, 71-307 Szczecin, ul. Mickiewicza 69, p. 15, e-mail: mateusz.czerwinski@usz.edu.pl; Maciej Seremak student 3 roku kierunku ekonomiczno-prawnego na Uniwersytecie Szczecińskim, e-mail: maciek.durianek@gmail.com; mgr Przemysław Wardyn, biegły sądowy przy Sądzie Okręgowym w Szczecinie, e-mail: przemyslawwardyn@gmail.com.

<sup>1</sup> W 1974 r. Nagrodę Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii „za pionierską pracę w dziedzinie teorii pieniądza i wahań gospodarczych oraz za pogłębioną analizę współzależności zjawisk ekonomicznych, społecznych i instytucjonalnych” otrzymali Friedrich August von Hayek oraz Gunnar Myrdal.

na tym rynku dostarczycieli kapitału własnego i obcego (Matschke, Brösel, 2011, s. 17). Wycena przedsiębiorstw oparta na takich fundamentach nie przystoi do obecnych czasów. Ujemne stopy procentowe, interwencyjny skup aktywów finansowych (Rapp, 2014), Brexit, kryzysy polityczne w krajach Ameryki Południowej i wojenne na bliskim wschodzie, a także ogólnoświatowy terroryzm, to uwarunkowania, które naprzemiennie powodują duże i niespodziewane zmiany cen akcji, obligacji, walut i instrumentów pochodnych. W ocenie przedstawicieli szkoły austriackiej zasadnym jest przywrócenie wycenie przedsiębiorstw większego subiektywizmu jednostki, a więc zorientowanie jej na strony (podmiot), a nie przedmiot wyceny.

## 1. Subiektywizm wartości

Prace takich twórców, jak Smith, Say czy Cantillon dały podwaliny dzisiejszej ekonomii, a wraz z upływem czasu zaczęły kształtować różne nurty intelektualne wewnątrz tej nauki. Rozbieżności wynikały zarówno z metodyki badania zjawisk rynkowych, jak i podejścia do samego rynku. W jeden z nurtów wpisuje się austriacka szkoła ekonomii, prezentująca jej najbardziej wolnorynkowe nastawienie (*Czym jest Ekonomia...*, 2003). Jednym z dokonania ekonomistów austriackich było ustanowienie prawa malejącej użyteczności krańcowej. Owo twierdzenie mówi, że każde kolejne, takie samo dobro, będzie dla nas mniej warte, niż pierwsze (De Soto, 2010, s. 66–69).

Od wieków ludzie zastanawiali się, dlaczego pewne dobra są warte więcej od innych. Na przełomie XVIII i XIX wieku Adam Smith wraz z innymi ekonomistami tamtych czasów przychylali się do poglądu, według którego to koszty determinują wartość dóbr. Murphy tłumaczy to twierdzenie na przykładzie samochodu, którego wartość jest konsekwencją cen wszystkich elementów składających się na produkcję dobra finalnego. Wynika z tego, że aby obliczyć wartość samochodu należy zsumować nakłady na produkcję poszczególnych jego części takich jak: silnik, karoseria, opony itp. Gdy przykładowo koszty produkcji wyniosą 9400 USD, a cena dobra finalnego wynosi 10 000 USD oznacza to, że przy ewentualnej sprzedaży wystąpi zysk w wysokości 600 USD. W przypadku niższej stopy zwrotu część przedsiębiorców zaprzestałaby produkcji danego dobra, przekazując kapitał na inne cele. W następstwie powyższego, przy zmniejszonej podaży, cena samochodów znów wzrośnie przyciągając nowych inwestorów. Na pierwszy rzut oka teoria ta wydaje się spójna i wyczerpująca zagadnienie, lecz w rzeczywistości nie odpowiada na pytanie związane z pochodzeniem wartości dóbr.

Menger, niezależnie i w podobnym okresie jak Walras i Jevons, odkrył subiektywizm cenowy. Ekonomisci austriaccy twierdzą, że wszystkie rzeczy są według jednostki układane w swego rodzaju ranking użyteczności dóbr, od najmniej do najbardziej pożądanых. Wynika z tego, że ceny dóbr nie są czymś danym odgórnie i nie są obiektywnie takie same dla wszystkich. Pewne osoby mogą wyceniać te same przedmioty w zupełnie inny sposób (Menger, 2013, s. 112–114). Dla zawodowego fotografa, wysokiej klasy aparat fotograficzny

będzie wart znacznie więcej, niż dla niewidomego emeryta, któremu takie urządzenie do niczego nie jest potrzebne. Rothbard, aby lepiej zobrazować to zjawisko przedstawia czytelnikowi dwie osoby: „Smitha” i „Johnsona”. Pierwszy jest posiadaczem beczek z rybami, natomiast drugi posiada konia. Zarówno jeden, jak i drugi chciałby wymienić swe zasoby na zasoby drugiego. Jako, że każdy z nich wycenia produkty swoje i kontrahenta inaczej, może dojść do wymiany. W sytuacji, której obaj panowie ceniliby jednakowo taką samą liczbę beczek z rybami, jak i konia, do wymiany nigdy by nie doszło (Rothbard, 2007, s. 233).

Dzięki subiektywistycznej teorii wartości można również zrozumieć zagadnienie kształtowania się cen w gospodarce. W przykładzie przedstawionym przez Rothbarda tylko z dwoma osobami chcącymi dokonać wymiany, nie można tak naprawdę wycenić dokładnie żadnego z proponowanych produktów. Otrzymanie dokładnej ceny wymaga, aby pojawiła się większa liczba kupujących i sprzedających. Taka okoliczność sprawi, że cenę produktów będą dyktowały podmioty, którym na danym produkcie bądź usłudze będzie najbardziej zależało. Jest to możliwe poprzez stopniowe zawężanie spektrum cenowego, wraz z napływem nowych, chcących dokonać wymiany ludzi. Wracając do przykładu „Smitha z Johnsonem”, gdy pierwszy wycenia konia drugiego na kwotę do 90 beczek ryb, natomiast Johnson swego konia wycenia na kwotę powyżej 80 beczek, bez udziału osób trzecich do wymiany by bezproblemowo doszło, a cena oscylowała by w granicach 80 do 90 beczek za konia. Jednak w przypadku wkroczenia na rynek „Browna” wyceniającego konia na 93 beczki, do pierwszej transakcji nie dojdzie, a spektrum cen wyniesie 90 do 93 beczek za konia. Widać więc, że im więcej jest podmiotów wchodzących na rynek, tym szybciej ustali się cena równowagi na to dobro (Rothbard, 2007, s. 234–236).

Austriacka teoria wartości pokazuje jeszcze jedną bardzo ważną zależność – podczas każdej dobrowolnej wymiany obie strony zyskują. Wartość jest czymś absolutnie względnym i aby doszło do wymiany, każda ze stron musi wyrazić chęć na wymianę przedmiotu, którego pragnie, na rzecz tego o mniejszym dla niej znaczeniu (Murphy, 2011). Ciekawe jest również austriackie podejście do zagadnienia subiektywnych kosztów alternatywy autorstwa Wiesera. Stwierdził on, że prawdziwym kosztem działań jest to, z czego trzeba zrezygnować, aby osiągnąć dany rezultat. Przykładowo kosztem zasiania przez rolnika pszenicy jest nie posadzenie na tym samym polu buraków. Według tej koncepcji, właściwymi kosztami są najwartościowsze utracone możliwości produkcyjne. Wynika z tego, że na przykład dla pracownika takim kosztem utraconym może być wypoczynek, czy spędzenie czasu w inny sposób, natomiast dla pracodawcy będą inwestycje w alternatywną działalność.

Podsumowując, najważniejszą konsekwencją tej teorii jest wniosek, że jeżeli jakaś rzecz, jakieś dobro posiada tylko jedno zastosowanie, to wówczas nie stanowi ono kosztu alternatywnego. Natomiast, gdy jakiś przedmiot ma kilka zastosowań, wtedy najmniej wartościowe zastosowanie może być kosztem przy wykorzystaniu tego dobra w inny sposób (De Soto, 2010, s. 91).

Ekonomiści austriaccy swe badania rynku opierają zawsze na jednostce i jej subiektywnych decyzjach. Z tego powodu jest im bardzo bliskie zagadnienie preferencji czasowej.

Ekonomiści zauważyli, że każda jednostka dąży do tego, aby mniej zadowolający stan zastąpić lepszym, zawsze bardziej pożąda większej, niż mniejszej liczby dóbr. Dodatkowo rozmyśla, kiedy dane cele zostaną zrealizowane. Wynika z tego, iż ludzie przedkładają sobie dobra wcześniejsze nad późniejszymi. Jest to spowodowane tym, że czas, jak każde inne dobro, jest w niedostatk. Gdyby człowiek nie był ograniczony przez to rzadkie dobro, zawsze wybierałby możliwość otrzymania większej liczby dóbr. Ze względu na ograniczenie wynikające z preferencji czasowej podmiot wymieni dobro terażniejsze na późniejsze tylko i wyłącznie, jeżeli przez takie postępowanie będzie się spodziewał otrzymania jakiś dodatkowych benefitów w tego powodu. Jako, że każdy człowiek jest inny, to wysokość preferencji czasowej u każdego jest inna i może zależeć od bardzo wielu zmiennych (Hoppe, 2005, s 15).

Według badań, zarówno na ludziach, jak i na zwierzętach, na decyzje odnośnie preferencji czasowej wpływa wiele czynników. Zarówno okres oczekiwania na określony benefit, na jego wysokość, poprzez zamożność, wiek, czy nawet poziom glukozy we krwi. (Wang, Dvorak, 2011). Badanie sprawdzające preferencję czasową studentów przed i po posiłku. Eksperyment przeprowadzono na uczelnianej stołówce w godzinach rannych. Uczestników podzielono na dwie grupy. W jednej były osoby, które na uczelnie przyszły na czczo, natomiast w drugiej najedzone. Badanie opierało się na zadawaniu tych samych zestawów pytań obu grupom. Pytano studentów, czy na przykład woleliby dostać teraz 1000 zł czy 6000 zł za rok. Eksperyment pokazał, że osoby głodne zdecydowanie silniej dyskontują odroczone kwoty, niż osoby najedzone (Sawicki, Elias, 2011).

## **2. Szkoła austriacka o wycenie przedsiębiorstw**

Subiektywizm wartości, kosztów utraconych możliwości, a także preferencji czasowej należą do kategorii, które wiele osób może uznać za nieadekwatne do neoklasycznej teorii finansów, a szczególnie rozwijanej na jej gruncie anglosaskiej szkoły wyceny przedsiębiorstw. Wynika to stąd, że koncepcyjnie sprzeczne wydaje się odwoływanie do specyficznych cech jednostki (np. właścicieli) w wycenie, której założeniem jest bazowanie na (rzekomo) obiektywnych danych rynkowych.

Przykładowo, czy przyjęcie założenia, że celem wyceny jest oszacowanie wartości dla konkretnego inwestora (standard wartości inwestycyjnej) uprawnia analityka do wykorzystania na etapie kalkulacji modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)? Zastrzeżeniem może być między innymi fakt, że wycena sporządzona dla spersonalizowanego odbiorcy jest niezgodna z dwoma z siedmiu założeń modelu CAPM (Campbell i in., 1997), tj.: o jednorodnych oczekiwaniach uczestników rynku co do spodziewanych rezultatów oraz ich braku wpływu na ceny. Trzeba pamiętać, że koszt kapitału wyznaczony tą techniką nie stanowi reprezentacji oczekiwań i subiektywnych przesłanek tego konkretnego inwestora, lecz ogółu uczestników rynku. A zatem uzasadnione są wątpliwości natury metodycznej.

Sytuacja taka jest jednym z wielu dylematów w pracy osób zajmujących się wyceną przedsiębiorstw i posiadających dostateczną wiedzę o jej teoretycznych fundamentach.

Niestety część praktyków wyceny przedsiębiorstw może w tym momencie stwierdzić, że prowadzenie takiej dyskusji jest co najwyżej ciekawym zadaniem intelektualnym, a większość uzna ją za akademickie dywagacje oderwane od rzeczywistości. Na obronę sensu podejmowanego tematu Olbricht z zespołem przywołuje wyniki badań z rynku fuzji i przejęć, gdzie wykazano, że większość transakcji cechowało przewartościowanie. W rezultacie częściej obserwuje się transakcje M&A zakończone niepowodzeniem, a sposób ustalania ceny może stanowić poważny, strukturalny problem przy podejmowaniu tego typu decyzji kapitałowych (Olbricht i in., 2015). Opracowanie tych autorów, mimo że imponujące na gruncie teoretycznym, to w warstwie empirycznej pozostawia niedosyt. Zaproponowana ostatecznie technika FEM (*Future Earnings Method*), która miałaby stanowić austriacką alternatywę dla modelu  $DCF_{WACC}$ , to *de facto* tylko przykład na to, że przyjmując różne założenia w modelu uzyskamy odmienny wynik, tj. wartość. W rezultacie strony transakcji poznając te subiektywne wartości mogą podjąć inne decyzje, niż tylko w sytuacji, gdy zostanie im przedstawiona wycena według standardu godziwej wartości rynkowej. Nie jest to wniosek szczególnie odkrywczy.

Hering i Toll (2015) opublikowali pracę, w której proponują model oszacowania wartości przedsiębiorstwa, gdzie celem jest wyznaczenie minimalnej ceny, jakiej powinien oczekiwać sprzedający. Koncepcja ta umożliwia wyłączenie z wyceny założeń bazujących na danych rynkowych, co czyni z niej interesujące rozwiązanie. Niemniej jednak sami autorzy zwracają uwagę, że model cechuje standardowe obciążenie wynikające z konieczności rzetelnego zaprognozowania przepływów pieniężnych, a także wymagany jest rozbudowany system zbierania i przetwarzania informacji, którego koszt mógłby przewyższyć możliwe korzyści. Opracowanie to w większym stopniu przypomina jednak funkcjonalną teorię wyceny, z którą można zapoznać się w książce Matschke i Brösela (2011), niż próbę przywrócenia większego subiektywizmu szkole anglosaskiej.

### 3. Przykłady możliwego zastosowania subiektywistycznej kategorii wartości

Z zastosowaniem w praktyce subiektywistycznej kategorii wartości mamy do czynienia niemal w każdym postępowaniu sądowym. Już na etapie składania pozwu powód w dużej części spraw cywilnych i gospodarczych w sposób subiektywny i szacunkowy określa wartość przedmiotu sporu (wymóg formalny związany z koniecznością uiszczenia opłaty sądowej oraz określenia właściwości sądu: rejonowy, czy okręgowy), który następnie jest już na tym etapie wstępnie oceniany przez sąd czasem z pomocą opinii biegłego. Po spełnieniu wymogów formalnych i wdrożeniu postępowania roszczenia powoda w większości przypadków są kwestionowane przez pozwanego nie tylko w sferze zasadności, ale również wartości.

W związku z tym, już na wstępnym etapie dochodzi do ustalenia najczęściej odmiennej tj. subiektywnej wyceny przedmiotu sporu. W wypadku, gdy w toku postępowania np. mediacji strony zawierają ugodę, która następnie zostaje zatwierdzona przez sąd, wartość wynikająca z zapisów ugody staje się wartością obiektywną (ceną roszczenia).

Jednak w większości spraw strony nie widzą szans na polubowne rozstrzygnięcie sporu i w takim wypadku sąd – z racji braku specjalistycznej wiedzy – w toku postępowania celem określenia wartości roszczenia powołuje biegłego sądowego posiadającego uprawnienia z danej dziedziny (np. wyceny przedsiębiorstw). Specyfika postępowań sądowych powoduje, iż określenie wartości w ich toku dotyczy zdarzeń z przeszłości i skutków nimi wywołanych – w ujęciu wartościowym - zarówno przeszłych, bieżących, jak i często przyszłych.

Do wyceny *post factum* wartości przedsiębiorstwa, zorganizowanych jego części, udziałów, akcji czy jego istotnych składników zarówno materialnych, jak i niematerialnych według ich stanu na dany dzień w przeszłości przez sąd, dochodzi m.in. w toku gospodarczych postępowań podziałowych (wykluczenie, czy wystąpienie współnika), rejestrowych (ujawnienie w rejestrach KRS wniesionego aportu, połączenia itp.), administracyjnych (dla celów określenia wielkości zobowiązań podatkowych związanych z transakcją), bezskuteczności czynności dłużnika, egzekucyjnych, czy sankcyjnych (odpowiedzialności członków zarządu za niezłożenie w terminie wniosku o upadłość z powodu wystąpienia niedoboru majątkowego w ujęciu wartości ekonomicznych/rynkowych). Z kolei w cywilnych postępowaniach podziałowych (ustanie wspólności majątkowej małżeńskiej, czy spadkowania), odszkodowawczych (szkody wywołanej zdarzeniem losowym, działań organów państwowych, samorządowych, skarbowych, osób trzecich, czy innych podmiotów gospodarczych) dochodzi do ustalenia wartości według stanu przedmiotu wyceny na dzień zdarzenia i cen (wartości) obecnych tj. na dzień wydania orzeczenia.

Podkreślić należy, iż już sam fakt, że dokonywanie wyceny przez biegłego następuje kilka lub nawet kilkanaście lat po dacie zdarzenia, a dodatkowo często brak jest dokumentów źródłowych pozwalających na odtworzenie jego rzeczywistego stanu w dacie zdarzenia powoduje, iż biegły zmuszony jest do przyjmowania szeregu subiektywnych założeń lub wydania opinii wielowariantowej. Sąd nie jest w żadnej mierze związany opinią biegłego, co powoduje, iż w wypadku podważania jej przez strony procesu lub swoich wątpliwości może powołać kolejnych biegłych celem wydania opinii.

Obiektywizm postępowań sądowych, w tym także obowiązkowa bezstronność sędziego i powoływanego biegłego nie przesądzają więc *a priori* o tym, że szacowana wartość ma z automatu charakter obiektywny. Wręcz przeciwnie. Biegły korzystając w najlepszej wierze ze swojej wiedzy i doświadczenia z racji braku jakiegokolwiek wypracowanego sądowego standardu wyceny, będzie kierował się swoimi preferencjami (np. jeżeli chodzi o dobór bazy danych, czy metod wyceny), a także dokonywanych ekonomiczno-finansowej ocen okoliczności prawnych danego postępowania sądowego, co obciąża wycenę mniejszym lub większym subiektywizmem. W przypadku postępowań, gdzie biegły dokonuje wycen *post*

*factum*, zawsze pojawia się dylemat dotyczący wyboru nie tylko metod wyceny, ale przede wszystkim wpływu na wartość istotnych zdarzeń, które miały miejsce po dniu wyceny, które są najczęściej w sposób odmienny oceniane przez strony postępowania, czy świadków.

W związku z tym, opinie biegłych w zakresie wartości wydane na bazie tożsamych danych są często nawet drastycznie różne, co stanowi potwierdzenie, że nawet w postępowaniach formalnych zastosowanie mają subiektywne podłoża w zakresie zastosowanych kategorii wartości, które jednak w wypadku prawomocności orzeczenia sądu zmieniają swój status na wartość obiektywną, tj. godziwą, czyli najbardziej zbliżoną do wartości/ceny rynkowej.

W praktyce wycen przedsiębiorstw w postępowaniach sądowych od 1 stycznia 2016 roku, w związku z wejściem w życie nowelizacji ustawy prawo upadłościowe (PrUp) (Dz.U. 2003, nr 60, poz. 535) pojawiła się nowa kategoria wycen sądowych związana z procedurą przyspieszonej likwidacji majątku dłużnika. Zgodnie z art. 56 a-h PrUp wyceny majątku przedsiębiorstwa dokonać może tylko i wyłącznie biegły sądowy, jednak sporządzający opinię nie na zlecenie sądu, a strony postępowania tj. dłużnika (jedyny przypadek w polskim prawodawstwie).

Istotą procedury „pre-pack” jest maksymalne przyspieszenie trwania postępowania upadłościowego przy równoczesnym zapewnieniu jak największego poziomu zaspokojenia wierzycieli. Zgodnie z art. 56a PrUp przedmiotem tej procedury (tj. przedmiotem transakcji przygotowanej sprzedaży) może być przedsiębiorstwo dłużnika lub jego zorganizowana część lub składniki majątkowe stanowiące znaczną część przedsiębiorstwa. Bez względu na zakres wyceny, opis i oszacowanie na potrzeby procedury „pre-pack” winno obejmować wyłącznie te składniki, które bezspornie przynależą do danego podmiotu, a ich charakter nie daje wątpliwości co do realności ich w nim występowania (subiektywne oceny natury prawnej dokonywane przez biegłego). Po sporządzeniu przez biegłego sądowego opisu i oszacowania przedmiotu wyceny na potrzeby procedury „pre-pack”, składany jest wniosek o ogłoszenie upadłości wraz z wnioskiem o zatwierdzenie warunków sprzedaży, zawierającym co najmniej cenę oraz wskazującym nabywcę. Sąd uwzględni wniosek w razie stwierdzenia, iż warunki sprzedaży (cena) są korzystniejsze, niż wynikałoby to możliwych do uzyskania wpływów z likwidacji tożsamych składników majątku na zasadach ogólnych, zatwierdzając tym samym wnioskowane warunki sprzedaży. Po uprawomocnieniu się postanowienia Sądu o zatwierdzeniu warunków sprzedaży, syndyk co do zasady w terminie 30 dni zawiera umowę sprzedaży na zasadach przedstawionych w warunkach sprzedaży załączonych do wniosku. W tym momencie wydawałoby się, iż jednoznacznie dochodzi do ustalenia ceny rynkowej.

Jednak okazuje się, iż nawet ustalona w tak sformalizowanej procedurze wyceny wartość może być zakwestionowana. Ustawodawca przyznał w art. 56 h PrUp syndykowi prawo złożenia do sądu wniosku o uchylenie lub zmianę postanowienia zatwierdzającego warunki sprzedaży, jeżeli po jego wydaniu w jego (subiektywnej) ocenie zmieniły się lub ujawniły się okoliczności, mogące mieć istotny wpływ na wartość składników majątkowych

będących przedmiotem sprzedaży. W wypadku podzielenia przez sąd poglądów syndyka (prawdopodobnie za pomocą opinii powołanych innych biegłych) może on uchylić postanowienie zatwierdzające warunki sprzedaży, zobowiązując równocześnie nabywcę do zwrotu przedsiębiorstwa (analogicznie zorganizowanej jego części lub znacznej części jego składników) do rąk syndyka lub dłużnika. Na postanowienie to przysługuje zażalenie, co powoduje, iż również ono może być ponownie zmienione.

W ocenie autorów procedura przyspieszonej likwidacji w trybie „pre-pack” w sposób najpełniejszy wydaje się oddawać obszar subiektywnych kategorii wartości (dłużnik, biegły, sąd, wierzyciel czy syndyk) i możliwości kwestionowania ustalonych w wyniku transakcji cen rynkowych. Dopuszczenie przez ustawodawcę możliwości podważania nawet zatwierdzonej postanowieniem sądu ceny (wartości) rynkowej oszacowanej przez biegłego i unieważnienia transakcji sprzedaży dokonanej w toku postępowania sądowego sądu (doszło do ustalenia wartości rynkowej) podważa wszelkie standardy wyceny przedsiębiorstw, ekspercki charakter opinii biegłych i ich obiektywizm przy sporządzaniu wycen.

## Uwagi końcowe

Standaryzacja i formalizacja procesu wyceny przedsiębiorstw w Polsce zapoczątkowana została w 2010 roku. Wówczas to doszło do wypracowania Noty interpretacyjnej nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, która następnie została włączona do zbioru Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, a od 19 sierpnia 2015 roku stanowi Krajowy Standard Wyceny Specjalistycznej (KSWS) Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce (SBWBwP). Dokument ten pomimo oczywistych niedoskonałości (Czerwiński, Grudziński, 2014) nie został, jak dotychczas, poprawiony i zaktualizowany, chociaż Komisja standardów i metodyki wyceny przy SBWBwP rozpoczęła prace w tym kierunku jeszcze w 2015 roku. Oddzielną kwestią pozostaje natomiast standaryzacja metodyki wyceny przedsiębiorstw na potrzeby postępowań sądowych, co jest od wielu lat tematem dyskusji w polskim środowisku akademickim. Można mieć nadzieję, że to właśnie ta płaszczyzna stanie się miejscem zaakcentowania konieczności uwzględniania w procedurze wyceny indywidualnych cech podmiotów uczestniczących w tym procesie.

## Literatura

- Campbell, J.Y., Lo, A.W., MacKinlay, A.C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. 2<sup>nd</sup> ed. New Jersey: Princeton University Press.
- Czerwiński, M., Grudziński, M. (2014). NI5 standard wyceny przedsiębiorstw - w poszukiwaniu lepszych zapisów. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 804. *Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, 67, 387–398.
- De Soto, J.H. (2010). *Szkola austriacka ład rynkowy, wolna wymiana i przedsiębiorczość*. Warszawa: Fijorr Publishing.
- Evans, A.J., Tarko, V. (2014). Contemporary Work in Austrian Economics. *The Journal of Private Enterprise* 3 (29), 135–157.



- Hering, T., Toll, Ch. (2015). Application of Alternative Valuation Formulas for a Company Sale. *Global Economy and Finance Journal* 2 (8), 14–30.
- Hoppe, H.H. (2005). *Demokracja. Bóg, który zawiódł*. Warszawa: Fijorr Publishing.
- Matschke, M.J., Brösel, G. (2011). *Wycena przedsiębiorstw. Funkcje, metody, zasady*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer.
- Menger, C. (2013). *Zasady ekonomii*. Warszawa: Fijorr Publishing.
- Murphy, R.P. (2011). *Wartość subiektywna a ceny rynkowe*. Pobrano z: <http://mises.pl/blog/2011/03/19/murphy-wartosc-subiektywna-a-ceny-rynkowe> (30.04.2017).
- Olbrich, M., Quill, T., Rapp, D.J. (2015). Business Valuation Inspired by the Austrian School. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis* 1 (10), 1–43.
- Rapp, D.J. (2014). Boom and Bust: The Role of Business Valuation in the Recent Financial Crisis. *Papers & Proceedings of the Third Annual International Conference of Prices & Markets, November 7–8*, Toronto: Ludwig von Mises Institute of Canada.
- Rothbard, M.N. (2007). *Ekonomia wolnego rynku. Tom 1*. Warszawa: Fijorr Publishing.
- Sawicki, P., Elias, E. (2011). Dyskontowanie odroczonej wypłaty przed i po jedzeniu. *Decyzje*, 15, 61–71.
- Ustawa z 28 lutego 2003 r. prawo upadłościowe (Dz.U. nr 60, poz. 535 z późn. zm.).
- Wang, X.T., Dvorak, R.D. (2010). Sweet future: Fluctuating blood glucose levels affect future discounting. *Psychological Science*, 21, 183–188.

#### SUBJECTIVIST CATEGORY OF VALUES AND VALUATION OF COMPANIES IN COURT PROCEEDINGS

**Abstract:** *Purpose* – The article is a presentation of the author's opinion on a new perspective on the process of enterprise prices.

*Design/methodology/approach* – For the purposes of this study, a literature study and analysis of legal acts were carried out.

*Findings* – Taking into account the main demands of the representatives of the Austrian School of Economics it was established that there is a justified possibility to apply in practice the valuation of the subjectivist category of values. An example may be valuation for the purposes of winding-up proceedings as set forth in article No. 56 bankruptcy law act.

*Originality/value* – The study is the first known authors attempting to combine the subjectivist conception of value and the commonly accepted practice in valuing companies in Anglo-Saxon schools.

**Keywords:** austrian school of economy, business valuation, standards of value

#### Cytowanie

- Czerwiński, M., Seremak, M., Wardyn, P. (2017). Subiektywistyczna kategoria wartości a wycena przedsiębiorstw w postępowaniach sądowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 263–271. DOI: 10.18276/irfu.2017.89/2-19.