
Podsumowanie kontroli rozpoczętych
przez PANA do końca czerwca 2021 r.
w odniesieniu do szacunków
w wartości godziwej.

Wybrane zagadnienia

Autorzy:

dr Agnieszka Baklarz

dr Marcin Pęksyk

Spis treści

Streszczenie	5
Wstęp	5
1 Główne nieprawidłowości w aktach badania dotyczące dokumentowania procesu badania szacunków	6
1.1 Główne elementy w badaniu wyceny szacunków wykonywane w sposób nieprawidłowy	7
1.2 Wykorzystanie pracy eksperta.....	8
2 Przykłady nieprawidłowości w wycenach w wartości godziwej	10
2.1 Standard wartości godziwej.....	10
2.2 Uczestnik rynku.....	10
2.3 Prognozowane przepływy pieniężne w podejściu dochodowym	11
2.3.1 Perspektywa uczestnika rynku a specyfika wycenianej jednostki	11
2.3.2 Niejasności w związku z ustalaniem stopy wzrostu FCF w okresie rezydualnym.	11
2.3.3 Brak zrozumienia różnicy pomiędzy metodą scenariuszową a modelem opartym na najbardziej prawdopodobnym lub najbardziej ostrożnym scenariuszu FCF.	11
2.3.4 Nieznajomość zasad uwzględniania/nieuwzględniania efektów restrukturyzacji w przypadku modeli DCF przy MSR 36.....	12
2.3.5 Waluta przepływów kontra waluta stopy dyskontowej – perspektywa FCF.	12
2.4 Stopa dyskontowa w podejściu dochodowym.....	12
2.4.1 Perspektywa uczestnika rynku a specyfika wycenianej jednostki, koszt długu, struktura kapitałowa.	13
2.4.2 Powierzchowne podejście do podstaw merytorycznych ryzyka specyficznego.	13
2.4.3 Najczęściej spotykana metoda patchworkowa i jej skutki.	13
2.4.4 Źródła pochodzenia danych służących do szacowania kosztu kapitału. Które źródła spełniają warunki dla obserwowalnych danych rynkowych?.....	14
2.5 Premie i dyskonta	15
2.6 Ciekawostki	15
2.6.1 Brak podejścia rynkowego?.....	15
2.6.2 Stosowanie metod wyceny niespotykanych na rynku – perspektywa uczestnika rynku?.....	15

Wykaz skrótów

Skrót	Rozwinięcie
Agencja, PANA	Polska Agencja Nadzoru Audytowego
BR	Biegły rewident
FA	Firma audytorska w rozumieniu art. 46 UOBR
JZP	Jednostki zainteresowania publicznego
KSB	Krajowe Standardy Badania
KSUA	Krajowe Standardy Usług Atestacyjnych
MSR	Międzynarodowe standardy rachunkowości
MSSF	Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej
PSR	Polskie standardy rachunkowości
SF	Sprawozdanie finansowe
SSF	Skonsolidowane sprawozdanie finansowe grupy kapitałowej
Szacunki	Pozycje sprawozdania finansowego, które nie mogą być precyzyjnie zmierzone a jedynie oszacowane (par. 2 KSB 540)
Ustawa o rachunkowości (UoR)	Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2021 r. poz. 217)
Ustawa o biegłych rewidentach (UOBR)	Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz. U. z 2020 r. poz. 1415)

Streszczenie

Niniejsza publikacja ma na celu poinformowanie, zgodnie z art. 90 ust. 1 pkt 15a) ppkt d) UOBR, o głównych problemach w wykonywaniu zadań rewizji finansowej, celem wskazania głównych zagadnień dotyczących badania szacunków zaobserwowanych w trakcie kontroli rozpoczętych przez Polską Agencję Nadzoru Audytowego (PANA) do końca czerwca 2021 r.

Szacunki księgowo są pozycjami niezwykle często występującymi w sprawozdaniu finansowym (szacunkiem jest przecież np. amortyzacja, odpisy aktualizujące, wyceny instrumentów finansowych, rezerwy i inne pozycje). Ze względu na sposób ustalania szacunki podczas badania obarczone są zazwyczaj wyższym ryzykiem.

Przeprowadzona analiza 106 protokołów kontroli wykazała, że główne problemy w trakcie badania szacunków dotyczą:

- Badania wpływu zdarzeń po dniu bilansowym na prawidłowość szacunku
- Sprawdzenia źródeł danych na podstawie których kierownictwo ustaliło wartość szacunków
- Niespójności zastosowanych modeli do wyceny wartości godziwej oraz założeń związanych z modelami
- Nieprawidłowej oceny racjonalności szacunków oraz ich zniekształceń
- Niewłaściwego udokumentowania podstawy sformułowanych wniosków przez BR
- Nieprawidłowości w udokumentowaniu oznak możliwej stronniczości kierownictwa w odniesieniu do szacunków.

Analiza najczęściej występujących nieprawidłowości powinna pozwolić na lepsze dostosowanie procedur badania przez FA oraz BR do obowiązujących standardów.

Wstęp

Do końca czerwca 2021 PANA realizowała plany kontroli uchwalone przez KNA na okres 2018/2019, 2019/2020 oraz pierwsze półrocze 2020 roku w zakresie dotyczącym badań ustawowych jednostek innych niż JZP, a także w zakresie usług atestacyjnych innych niż badania ustawowe lub usług pokrewnych. Oprócz planów uchwalonych przez KNA Agencja realizowała również roczny plan kontroli 2020/2021 zatwierdzony przez Radę PANA.

Niniejsza publikacja powstała w efekcie analizy protokołów kontroli będących wynikiem realizacji kontroli przez Agencję. W ramach tych kontroli przeanalizowano blisko 250 dokumentacji usług wykonanych przez FA.

Sposób analizy zawarty w publikacji został oparty o wymogi sformułowane w art. 112 ust. 1 UOBR oraz o „Polityki i procedury zarządzania systemem kontroli i przeprowadzania kontroli PANA”¹.

Analiza ta stanowi rozszerzenie publikacji „Badanie sprawozdań finansowych przez firmy audytorskie na podstawie sprawozdań rocznych za rok 2020 oraz wyników kontroli”².

¹ <https://pana.gov.pl/wp-content/uploads/2021/10/polityki-i-procedury-zarzadzania-systemem-kontroli-i-przeprowadzania-kon.pdf>

² <https://pana.gov.pl/wp-content/uploads/2021/10/badanie-sprawozdan-finansowych-przez-firmy-audytorskie-na-podstawie-sprawozdan-rocznych-za-rok-2020-oraz-wynikow-kontroli.pdf>

Ze względu na cel publikacji odniesiono się do zidentyfikowanych najczęstszych nieprawidłowości dotyczących badania szacunków, pomijając fakt prawidłowego co do zasady wydawania opinii o sprawozdaniu finansowym.

1 Główne nieprawidłowości w aktach badania dotyczące dokumentowania procesu badania szacunków

W tabeli 1. zaprezentowano rozkład procentowy naruszeń w odniesieniu do standardu KSB 540 (Badanie szacunków księgowych, w tym szacunków księgowych wartości godziwej i powiązanych ujawnień) SZACUNKÓW KSIĘGOWYCH, W TYM SZACUNKÓW KSIĘGOWYCH WARTOŚCI GODZIWEJ, I POWIĄZANYCH UJAWNIENÍ w dokumentacjach badań sprawozdań finansowych. Jak wynika z poniższego zestawienia najwięcej nieprawidłowości zostało zidentyfikowanych na etapie reakcji na oszacowane ryzyko istotnego zniekształcenia. Najczęstsze zidentyfikowane nieprawidłowości w odniesieniu do KSB 540 to:

- problem ze zrozumieniem i oszacowaniem czynników istotnego ryzyka związanego z szacunkami,
- problemy z identyfikacją źródeł szacunków wykonanych przez jednostkę (odpowiednia metoda pomiaru, przyjęcie racjonalnych założeń przez kierownictwo jednostki),
- problem z oceną racjonalności szacunków oraz z oceną ich zniekształcenia,
- brak prawidłowego udokumentowania procedur badania szacunków.

Tabela 1. Rozkład nieprawidłowości w odniesieniu do standardu KSB 540 w aktach badania sprawozdań finansowych (stan na 30 czerwca 2021 r.)

Grupy paragrafów w ramach KSB 540	Procent nieprawidłowości w ramach KSB 540
Cele standardu	9,35%
par. 6	9,35%
Procedury oszacowania ryzyka i powiązane działania	11,21%
par. 8	8,41%
par. 9	2,80%
Identyfikacja i oszacowanie ryzyk istotnego zniekształcenia	8,41%
par. 10	4,67%
par. 11	3,74%
Reakcje na oszacowane ryzyka istotnego zniekształcenia	28,04%
par. 12	5,61%
par. 13	19,63%
par. 14	2,80%
Dalsze procedury wiarygodności stanowiące reakcję na znaczące ryzyka	3,74%
par. 15	2,80%
par. 17	0,93%
Ocena racjonalności szacunków oraz ustalenie zniekształceń	13,08%
par. 18	13,08%
Ujawnienia dotyczące szacunków księgowych	0,93%
par. 19	0,93%
Dokumentacja	21,50%
par. 23	21,50%

Paragrafy objaśniające	3,74%
par. A37	0,93%
par. A40	0,93%
par. A41	0,93%
par. A42	0,93%

Opracowanie własne PANA

1.1 Główne elementy w badaniu wyceny szacunków wykonywane w sposób nieprawidłowy

UOBR w art. 69 w ust. 1 i 2 nakazuje zachowanie przez BR szczególnej ostrożności (zawodowego sceptycyzmu) podczas badania. W ust. 3 art. 69 UOBR ta szczególna ostrożność (zawodowy sceptycyzm) jest dodatkowo podkreślona w odniesieniu do badania szacunków. Jak wynika ze wskazanego przepisu BR w trakcie badania powinien zachować się możliwie jak najbardziej bezstronnie i profesjonalnie starając się postępować zgodnie z procedurami opisanymi w standardach wykonywania zawodu. Poniżej odniesiemy się do najczęstszych elementów standardu KSB 540 wskazanych w kontrolach.

Proces badania szacunków rozpoczyna się od zrozumienia jednostki oraz identyfikacji czynników, które mogą wpłynąć na późniejsze istotne zniekształcenie sprawozdania. W związku z tym zgodnie z par. 8 KSB 540 BR:

- a) Ustala jakie są ramowe założenia sprawozdawczości
- b) Ustala jakie są transakcje / zdarzenia czy też warunki (nowe lub zmienione), które mogą wpłynąć na konieczność ujawnienia w SF szacunków księgowych
- c) Uzyskuje zrozumienie jak kierownictwo określa wartości szacunkowe oraz uzyskuje zrozumienie na podstawie jakich danych zostały one obliczone czyli np. uzyskuje wiedzę o modelu, kontrolach, wykorzystaniu ekspertów, założeń do obliczeń, czy wystąpiły zmiany w szacunkach i jaka jest niepewność szacowania.

Po zidentyfikowaniu ryzyk istotnego zniekształcenia BR określa jakie procedury będzie wykonywał, żeby upewnić się, że wartość szacunkowa ujawniona w sprawozdaniu będzie prezentowana w sposób prawidłowy. Zgodnie z par. 13 KSB 540 BR może wykonać jedno lub kilka (w zależności od szacunku) działań:

- a) Sprawdzić zdarzenia po dacie sprawozdania - czy nie nastąpiły znaczące zdarzenia zmieniające te szacunki
- b) Ocenic źródła szacunków czyli: czy metoda pomiaru jest odpowiednia oraz czy założenia przyjęte przez kierownictwo są racjonalne
- c) Sprawdzić poprawność kontroli wewnętrznych w odniesieniu do szacunków oraz wykonać odpowiednie procedury wiarygodności
- d) Samodzielnie ustalić wartość szacunkową (wartość lub przedział wartości)

Jedną z częstszych nieprawidłowości jakie można wskazać w tym kontekście jest brak sprawdzenia przez BR np. przy wycenach aktuarialnych prawidłowości danych, na których bazuje aktuariusz określając rezerwę. Kolejną nieprawidłowością dotyczącą rezerw związanych ze sprawami pracowniczymi (rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne) jest brak ich tworzenia bez ustalenia wartości szacunkowej tych rezerw wskazującej na nieistotność tego zagadnienia. Inną nieprawidłowością jest brak oceny konieczności zawiązania rezerw na sprawy sądowe pomimo tego, że następują przesłanki odnośnie do utworzenia takich rezerw.

Warto również nadmienić, że w odniesieniu do przeprowadzania procedur wiarygodności BR powinien zwrócić uwagę na zapisy KSB 500, a w szczególności zapisy par. 7 – 9 KSB 500, czyli biegły:

- a) Rozważa stosowność i wiarygodność otrzymanych informacji.
- b) Jeśli był wykorzystywany ekspert kierownictwa to ocenia jego kompetencje, umiejętności i obiektywizm (oraz niezależność), uzyskuje zrozumienie pracy wykonanej przez eksperta i ocenia jej odpowiedniość.
- c) Ocenia uzyskane dowody - czy są wystarczająco wiarygodne (dokładne, kompletne, precyzyjne i szczegółowe).

Należy pamiętać również, że BR może posłużyć się własnym ekspertem w zrozumieniu i wykonaniu procedur związanych badaniem szacunków. W swojej pracy powinien oprzeć się wówczas na zapisach KSB 620 pamiętając jednocześnie, że BR zgodnie z par. 3 KSB 620 ponosi wyłączną odpowiedzialność za wyrażoną opinię z badania i odpowiedzialności tej nie ogranicza fakt wykorzystania pracy eksperta biegłego rewidenta.

W rozdziale 2 (Przykłady nieprawidłowości w wycenach w wartości godziwej) szeroko omawiamy nieprawidłowości w odniesieniu do testów wiarygodności.

Po wykonaniu stosownych procedur wiarygodności zgodnie z par. 18 KSB 540 BR powinien dokonać oceny racjonalności szacunków oraz ustalić czy nie są (i jak bardzo) one zniekształcone. Jest to końcowy etap podsumowujący prace BR w tym temacie.

Jedną z najczęstszych nieprawidłowości wskazywanych w trakcie kontroli jest brak prawidłowego udokumentowania powyższego procesu. Par. 23 KSB 540 wyraźnie wskazuje, że BR powinien udokumentować:

- a) podstawę sformułowania wniosków biegłego rewidenta o racjonalności szacunków księgowych, które powodują powstanie znaczących ryzyk i ich ujawnieniu;
- b) oznaki dotyczące możliwej stronniczości kierownictwa (czyli np. stwierdzenie subiektywne, że okoliczności uległy zmianie i sposób odniesienia się do rezerwy może być zmieniony, założenia do obliczenia wartości godziwej niespójne i niezgodne z zachowaniem rynkowym, tendencyjne wybranie wzorca – optymistycznego lub pesymistycznego).

1.2 Wykorzystanie pracy eksperta

Standardy wskazują sposób podejścia do pracy dwóch typów ekspertów:

- a) Ekspert kierownika jednostki (par. 5 d KSB 500)
- b) Ekspert biegłego rewidenta (par. 6 a KSB 620).

Generalnie należy zauważyć, że w przypadku eksperta kierownika jednostki założenia wykonane przez takiego eksperta zaakceptowane przez kierownika jednostki traktowane są jako założenia kierownika jednostki (par. A31 KSB 540). Jednocześnie, tak jak wskazuje par. A42 KSB 500, „ekspert zatrudniony przez jednostkę nie może być generalnie postrzegany jako bardziej obiektywny, niż inni pracownicy jednostki”. Wskazuje to na fakt, że dowody, które powstały w efekcie pracy czy to samej jednostki, czy też eksperta kierownika jednostki, będą oceniane w taki sam sposób jakby były opinią jednostki. W przypadku wykorzystania eksperta (pracownika czy też eksperta zewnętrznego) konieczne będzie rozważenie wielu czynników. Szereg wskazówek do pracy z dowodami sporządzonymi przez eksperta kierownika jednostki dostarczają paragrafy objaśniające KSB 500. I tak:

- a) Par. A34 KSB 500 wskazuje konieczność uwzględnienia zwiększenia ryzyka wówczas gdy taki ekspert nie zostanie wykorzystany (w przypadku wymogu posiadania specjalistycznej wiedzy)
- b) Par. A36 KSB 500 pokazuje oddziaływanie różnych czynników na sposób przeprowadzenia procedur przez BR w odniesieniu do pracy eksperta kierownika jednostki
- c) Par. A37-A43 KSB 500 wspomagają BR przy ocenie kompetencji, zdolności i obiektywizmu eksperta kierownika jednostki
- d) Par. A44-A47 KSB 500 pogłębiają zagadnienie uzyskania zrozumienia pracy eksperta kierownika jednostki, w tym pozwalają na rozważenie czy BR potrzebuje w celu zrozumienia tej pracy zatrudnienia własnego eksperta (KSB 620)
- e) Par. A48 KSB 500 rozszerza opis zagadnienia oceny odpowiedniości pracy eksperta kierownika jednostki

Warto zauważyć, że KSB 540 rozszerza dodatkowo rozumienie niektórych elementów powyższych rozważań poprzez wskazanie dla przykładu w par. A29-A30 KSB 540, że jeśli wiedzę specjalistyczną posiadają sami pracownicy lub kierownictwo, to mogą oni posiadać również odpowiednie doświadczenie i kompetencje do wykonania szacunku i nie będzie konieczne zatrudnienie eksperta zewnętrznego w tym zakresie.

Tak jak zostało wskazane powyżej w niektórych przypadkach BR będzie musiał zatrudnić własnego eksperta do oceny szacunków jednostki. Szeregu wskazówek w tym względzie dostarcza KSB 620. Na podkreślenie jednak zasługuje dodatkowo fakt niezbędnej niezależności takiego eksperta. Zgodnie z par. 7 d KSB 220 definicja „zespołu wykonującego zlecenie” nie obejmuje zewnętrznego eksperta biegłego rewidenta. Jednakże zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 16 UOBR ekspert jest członkiem „zespołu wykonującego badanie”, zaś zgodnie z art. 69 ust. 4 UOBR członkowie zespołu wykonującego badanie są niezależni od badanej jednostki i nie biorą udziału w procesie podejmowania decyzji przez badaną jednostkę co najmniej w okresie objętym badanym sprawozdaniem finansowym oraz okresie przeprowadzania badania. W związku z tym FA powinna zabezpieczyć niezbędne dokumenty pozwalające na ocenę niezależności zgodnie ze wskazanymi powyżej przepisami.

Sposób oceny pracy eksperta biegłego rewidenta nie odbiega od oceny pracy eksperta kierownika jednostki. Należy jednak ponownie podkreślić, że zgodnie z par. 3 KSB 620 BR ponosi wyłączną odpowiedzialność za wyrażoną opinię z badania i odpowiedzialności tej nie ogranicza fakt wykorzystania pracy eksperta biegłego rewidenta.

2 Przykłady nieprawidłowości w wycenach w wartości godziwej

Wycena elementów sprawozdania finansowego w wartości godziwej dotyczy zarówno sprawozdań sporządzanych według polskich standardów rachunkowości³ (PSR) jak i międzynarodowych (MSSF/MSR). Pomimo tego, iż w niektórych przypadkach odnotowanych podczas kontroli wyceniający według PSR twierdzą, że powinni opierać się tylko na definicji (Art. 28 ust. 6 UOR) i zapisach jej dotyczących (np. Art. 44b ust. 4), to w praktyce zarówno wyceniający jak i BR stosują metodykę zwaną potocznie *patchwork*, czyli łącanie braków obserwowalnych danych rynkowych elementami, które w danym momencie są dostępne i wydają się pasować. Rzadko kto wykazuje troskę o spójność założeń. Dlatego Autorzy niniejszego opracowania doszli do wniosku, że warto pewne kwestie poruszyć i opatrzyć wyjaśnieniami.

2.1 Standard wartości godziwej

Zarówno wg PSR jak i MSSF/MSR istnieją okoliczności, wskazane przepisami, w których należy wyceniać pozycje bilansowe w wartości godziwej. Jednakże kontrolujący wciąż natrafiają na raporty z wyceny składników w standardach innych niż wartość godziwa lub, co gorsza, na raporty zawierające jedynie wskazanie, że zawierają „wycenę wartości” składnika, udziałów lub akcji bez wskazania standardu wartości, który określa strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki jej zawierania. Standard wartości definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości. Zatem, gdyby standardy mogły być stosowane zamiennie to nie byłoby sensu ich opisywania i klasyfikacji. Świat posługiwałby się jednym standardem, np. wartością rynkową.

BR biorą na siebie nagminnie odpowiedzialność uznając lub nie, że np. raport z oszacowania godziwej wartości rynkowej według KSWS OZWP⁴ odpowiada wymogom wartości użytkowej według MSR 36. Jest to bardzo ryzykowne działanie bez dogłębnej analizy sposobu dochodzenia do wyniku. Ponadto, rzadko kiedy dokumentacja badania zawiera sposób dochodzenia do powyższego wniosku.

2.2 Uczestnik rynku

MSSF 13 definiuje uczestników rynku jako nabywców i sprzedawców na głównym (lub najkorzystniejszym) rynku dla danego składnika aktywów lub zobowiązania, którzy dodatkowo charakteryzują się pewnymi cechami określonymi również w tym standardzie, ale przede wszystkim działają w swoim najlepszym interesie gospodarczym.

W przeprowadzonych kontrolach najczęściej uzyskiwane odpowiedzi na pytania zespołu kontrolującego zdają się wskazywać, że BR nie stosują ani wskazówek zawartych w MSSF/MSR ani w komentarzach czy zbiorach dobrych praktyk⁵ oraz że dla wielu BR wskazywany w standardach uczestnik rynku to raczej idealne usprawiedliwienie. Nie spotykamy w dokumentacji badania ani dialogu z jednostką, ani tym bardziej prób podejmowanych przez BR mających doprowadzić do wskazanego w MSSF 13

³ Polskie standardy rachunkowości opierają się w głównej mierze o ustawę o rachunkowości oraz krajowe standardy rachunkowości jak i pozostałe krajowe akty szczegółowe.

⁴ Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.

⁵ „MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe”, Przykłady ilustrujące, Materiał edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej, IFRS Foundation, grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.), PIBR 2017.

określenia cech uczestnika rynku, które uzasadniałyby założenia przyjęte przez wyceniających i akceptowane przez BR⁶. Uczestnik rynku to w naszych realiach raczej instytucja, którą można wykorzystać, powołując się na stosowane przez nią praktyki. Niestety, wspomniane instytucje czy firmy rzadko można zaliczyć do grupy zdefiniowanej w MSSF 13 jako uczestnicy rynku. Najczęściej są to raczej kancelarie zajmujące się wyceną, co nie oznacza, że robią to dobrze, nawet jeśli mogą poszczycić się wieloletnią obecnością na rynku wycen.

Należy pamiętać, że „uczestnik rynku” to nie konkretne jednostki a raczej koncepcja⁷. Prawidłowe zdefiniowanie uczestnika rynku zdecydowanie podniosłoby jakość zarówno wyceny jak i badania.

2.3 Prognozowane przepływy pieniężne w podejściu dochodowym

2.3.1 Perspektywa uczestnika rynku a specyfika wycenianej jednostki

Podczas kontroli natrafiano na modele, w których prognozowane przepływy nie były uzasadnione budżetami, czyli planami w myśl KSUA 3400, ani tym bardziej projekcjami, konfrontowanymi z raportami o stanie rynku, na którym operuje wyceniana jednostka. Nierzadko fakt nabycia nowych linii produkcyjnych oraz zamiar wejścia przez jednostkę na rynki zagraniczne wystarczyły jako uzasadnienie dla optymistycznych prognoz zarówno w okresie szczegółowego planowania, jak i w okresach rezydualnych. Podobnie konfrontacja historycznych budżetów i ich wykonania w celu wzmocnienia lub osłabienia uzasadnienia prognozowanych przez jednostkę przepływów należy do rzadko wykorzystywanych narzędzi po stronie wyceniających, ale również ze strony BR nie odnotowano wyraźnego nacisku na przeprowadzenie takiej procedury w trakcie badania. A jednocześnie należy pamiętać, że w myśl KSB 540 BR orzeka o racjonalności założeń do modelu, zatem rodzi się pytanie: z jakich źródeł czerpali BR uznając za racjonalne niezbyt solidnie poparte prognozy?

W tym miejscu należałoby wrócić do idei uczestnika rynku, który powinien kierować się racjonalnym podejściem, skoro ma on z założenia działać w swoim najlepszym interesie gospodarczym (MSSF 13.22).

2.3.2 Niejasności w związku z ustalaniem stopy wzrostu FCF w okresie rezydualnym.

Analiza technik stosowanych do wyznaczania przepływów rezydualnych również wskazuje na szereg problemów metodycznych, z którymi borykają się zarówno wyceniający, jak i BR badający wyceny. Niejednokrotnie ustalanie przepływów rezydualnych, używanych następnie we wzorze Gordona obarczone jest podstawowymi błędami rachunkowymi, od uznawania D_1 jako D_0 po kalkulacje przepływów z nieświadomym założeniem niemożliwym do zrealizowania, jak np. wieczna amortyzacja lub stopniowe jednostajne obniżanie kapitału obrotowego. Powyższe sugeruje problemy zrozumienia tego, jaki wpływ mają założenia dla przepływów rezydualnych na sens ekonomiczny modelu.

2.3.3 Brak zrozumienia różnicy pomiędzy metodą scenariuszową a modelem opartym na najbardziej prawdopodobnym lub najbardziej ostrożnym scenariuszu FCF

Kryzys finansowy z lat 2008-2012 skutkował wzrostem zainteresowania modelami scenariuszowymi jako swego rodzaju narzędziem mającym pomóc okiełznać niepewność w kształtowaniu

⁶ MSSF 13.23

⁷ MSSF 13.22 i 23

perspektywicznej informacji finansowej. O ile same podstawy modeli scenariuszowych ważonych prawdopodobieństwem wydają się proste, o tyle rzeczywiste zastosowanie jak i ich ewentualne kontrole i ocena takimi już nie są. Wciąż zdarzają się modele, w których nie zastosowano scenariuszy ważonych prawdopodobieństwem a raczej jeden scenariusz jaki wyceniający uznali, często wraz z jednostką a potem z BR, za najbardziej prawdopodobny. Można oczywiście twierdzić, że jest to pewna, specyficzna, odmiana modelu scenariuszowego, kiedy pozostałym wariantom przypisano prawdopodobieństwo zero procent, jednakże w przypadku wyceny to również te odrzucone scenariusze stanowią źródło informacji w jaki sposób dochodzono do scenariusza najbardziej prawdopodobnego a przede wszystkim dlaczego pozostałym przypisano prawdopodobieństwo zero procent.

Warto byłoby w tym miejscu zwrócić uwagę na komentarze BR, pojawiające się podczas kontroli, dotyczące uwzględniania ryzyka prognoz poprzez korektę przepływów lub poprzez korektę stopy dyskontowej. Wspomniane zagadnienie zostanie omówione w części poświęconej stopie dyskontowej.

2.3.4 Nieznajomość zasad uwzględniania/nieuwzględniania efektów restrukturyzacji w przypadku modeli DCF przy MSR 36

Oddzielnym zagadnieniem mocno związanym z zasadami prognozowania przepływów wydaje się być kwestia nieuwzględniania lub uwzględniania efektów restrukturyzacji w przepływach w przypadku szacowania wartości użytkowej w środowisku MSR 36. Podstawowym kryterium, choć przez prawie wszystkich uznawanym za mało precyzyjne, jest zaangażowanie jednostki w realizację przedstawionych działań restrukturyzacyjnych. Ponieważ trudno określić punkt po przekroczeniu którego jednostka jest już zaangażowana przyjęto, że o zaangażowaniu świadczy utworzenie rezerw na skutki działań restrukturyzacyjnych. Jednakże, w toku kontroli okazało się, że wiedza ta nie jest jeszcze powszechna wśród badających BR. Zatem nagminnie zdarzają się modele szacujące wartość użytkową w oparciu o zadeklarowane w udokumentowanych rozmowach z BR działania restrukturyzacyjne o skutkach w danym momencie trudnych do przewidzenia a co dopiero uzasadnienia. Stąd często mamy do czynienia z fiaskiem modeli szacujących wartość użytkową opartą na restrukturyzacji nie mającej oparcia w działaniach jednostki.

2.3.5 Waluta przepływów kontra waluta stopy dyskontowej – perspektywa FCF.

Poglądy dotyczące tego co jest, a co nie jest prawidłowym ujęciem waluty przepływów względem waluty stopy dyskontowej, są bardzo zróżnicowane zarówno po stronie wyceniających jak i BR. O ile jeszcze po stronie przepływów łatwo jest określić walutę w jakiej sporządzono model, o tyle w przypadku stopy dyskontowej można mówić o wysokiej złożoności zagadnienia. W większości kontrolowanych FA modele badane przez BR były akceptowane jako poprawne pod względem dopasowania waluty przepływów i stopy dyskontowej, co jednak nie zawsze pokrywa się z prawdą.

2.4 Stopa dyskontowa w podejściu dochodowym

W omawianym okresie najbardziej popularnymi, w podejściu dochodowym, modelami szacowania wartości godziwej były modele oparte na wolnych przepływach do firmy (ang. *Free Cash Flow to Firm*, FCFF) dyskontowanych stopą odzwierciedlającą zarówno koszt finansowania kapitałem własnym jak i długiem, proporcjonalnie do ich wielkości (tzn. średni ważony koszt kapitału – ang. *Weighted Average Cost of Capital*, WACC) oraz modele oparte na zdyskontowanych dywidendach (ang. *Dividend Discount Model*, DDM).

2.4.1 Perspektywa uczestnika rynku a specyfika wycenianej jednostki, koszt długu, struktura kapitałowa

Podczas kontroli natrafiano na różne podejścia co do określania kosztu długu oraz struktury kapitałowej w modelach opartych na FCFF i WACC. Powyższe samo w sobie nie stanowi problemu, jednakże brak uzasadnienia takich a nie innych wyborów z perspektywy uczestnika rynku, ze strony jednostki lub wyceniających a następnie ich bezkrytyczna akceptacja przez BR, nie wydaje się być prawidłowym postępowaniem i raczej stawia cały proces pod znakiem zapytania o sens badania.

O ile można się zgodzić, że nie ma konsensusu w sprawie jedyne i poprawne podejścia do ustalania struktury kapitałowej dla modeli FCFF opartych na WACC, o tyle nie można zgodzić się z często pojawiającym się w rozmowach z kontrolowanymi BR twierdzeniem, że brak jest wskazówek i wytycznych w tym zakresie. W samej treści MSSF/MSR trudno znaleźć wspomniane wytyczne i wskazówki, jednakże w materiałach edukacyjnych IASB znaleźć można nie tylko wskazówki ale i ich uzasadnienie⁸.

W kontrolowanej dokumentacji badania coraz częściej można natrafić na oszacowanie kosztu długu w postaci sumy stopy wolnej od ryzyka dla kraju, w którym jednostka ma siedzibę, plus dwa procent. Podejście to jest w jednaki sposób aplikowane przy szacowaniu WACC jednostek małych i dużych, z sektora chemicznego, nieruchomościowego czy finansowego. Niestety w żadnym opracowaniu autorzy niniejszego opracowania nie znaleźli uzasadnienia dla tej, w pewnym stopniu, rewolucyjnej koncepcji.

Innym, równie często spotykanym podejściem jest stosowanie kosztu długu jaki wyceniana jednostka ponosi w dacie wyceny. Jest to kuszące rozwiązanie ze względu na dostęp i wiarygodność danych. Jednakże wytyczne IASB⁹ wskazują raczej aby, kierując się perspektywą uczestnika rynku, szacunki oprzeć na koszcie zobowiązań zaciągniętych w okresie bieżącym przez jednostkę wycenianą lub na bieżącym rynkowym koszcie zobowiązań, zaciągniętych przez spółki porównywalne o podobnej zdolności kredytowej co jednostka wyceniana.

2.4.2 Powierzchowe podejście do podstaw merytorycznych ryzyka specyficznego

Sama idea rozważenia ujmowania lub nieujmowania ryzyka specyficznego, czy to przez wyceniających czy BR, z reguły jest obecna zarówno w dokumentacji wyceny jak i dokumentacji badania. Jednakże zagadnienia związane z kwantyfikacją tego ryzyka i uwzględniania, czy to w przepływach czy w stopie dyskontowej, stanowią obecnie rozległe pole bez jasno określonych granic. W większości przypadków BR polegają na wiedzy eksperckiej wyceniających i pozostawiają ten element całkowicie w ich gestii. Pragniemy zwrócić uwagę, iż jest to działanie nadzwyczaj ryzykowne, ponieważ stwarza możliwość manipulacji wynikiem wyceny a zarazem zniekształcenia wyniku.

2.4.3 Najczęściej spotykana metoda patchworkowa i jej skutki.

Najczęściej spotykanym sposobem na zastosowanie CAPM w wycenie polskich jednostek jest takie jego skonstruowanie z dostępnych danych aby w myśl autorów kompozycji przedstawiał koszt kapitału własnego w złotych. Jednakże najczęściej za stopę wolną od ryzyka (ang. *Risk Free Rate* – Rf) podstawiano stopę zwrotu z 10-letnich polskich obligacji skarbowych liczoną na datę zbliżoną do daty wyceny, następnie posługiwano się *Beta*, liczoną na bazie przedsiębiorstw europejskich z bazy prof.

⁸ „MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe”, Przykłady ilustrujące, Materiał edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej, IFRS Foundation, grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.), PIBR 2017 par. 81.

⁹ „MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe”, Przykłady ilustrujące, Materiał edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej, IFRS Foundation, grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.), PIBR 2017 par. 105.

Damodarana¹⁰, którą przemnażano przez premię za ryzyko rynkowe również z bazy prof. Damodarana lub z badań ankietowych prof. Fernandez. W odpowiedzi na pytania kontrolerów dotyczące spójności danych BR odpowiadają, że akceptują rozwiązania stosowane przez jednostki badane i wskazują, że stosowanie danych wyznaczanych na bazie różnych, nawet niespójnych, założeń i tak prowadzi do dobrego, poprawnego, końca, jeśli zastosuje się w modelu CAPM stopę wolną od ryzyka z kraju i w walucie, w której chcemy oszacować koszt kapitału własnego. Niestety należy zwrócić uwagę, że te popularne poglądy stoją w sprzeczności ze wskazówkami i wytycznymi IASB¹¹.

Powraca w tym momencie problem adekwatności stóp dyskontowych względem waluty przepływów. Jednakże, jeśli zastosuje się prawidłowo wskazówki i wytyczne IASB a następnie korektę wynikającą z efektu Fishera to wtedy, jak najbardziej, można zastosować porównywalne dane z rynku rozwiniętego (np. USA) przy ocenie polskiej inwestycji¹².

2.4.4 Źródła pochodzenia danych służących do szacowania kosztu kapitału. Które źródła spełniają warunki dla obserwowalnych danych rynkowych?

Przy szacowaniu elementów kosztu kapitału niejednokrotnie autorzy wycen, jako źródło dla elementów modelu CAPM podają enigmatycznie „swoją jednostkę”. Jednakże warto w tym miejscu zwrócić uwagę na to, że w opracowaniach¹³, dotyczących zasad wyznaczania wartości godziwej można znaleźć jakim warunkom powinno odpowiadać źródło informacji aby uznać dane za obserwowalne dane rynkowe (ang. *observable market data*). Informacje udostępniane zarówno przez serwisy internetowe, jak i specjalistyczne / branżowe instytuty powinny spełniać następujące warunki:

- Źródło informacji i danych jest w rzeczywistych/zrealizowanych transakcjach
- Dostęp do nich, po stosownej opłacie, jest nieograniczony
- Cykl wydawniczy/udostępniania zapewnia ich aktualność w dacie wyceny
- Źródło (wydawca) musi być znany i wiarygodny (zapewniać procedury dot. wiarygodności) oraz mieć świadomość dostarczania danych w celu wyceny
- Dane muszą być weryfikowalne, np. pokrywać się z wynikami z innego źródła
- Jeśli dane ukazane są jako przedział, to przedział musi mieć swoje źródło w konsensusie rynkowym
- Dostawca danych musi być aktywnie zaangażowany na rynku, który opisuje

Raczej trudno uznać aby większość firm sporządzających wyceny w Polsce spełniała wszystkie warunki. Warto przypomnieć, że w przypadku, w którym mamy do czynienia z informacją z poziomu 3¹⁴ według metodologii MSSF 13 to zgodnie z tym standardem wymagane jest przeprowadzenie analizy ilościowej dla instrumentów finansowych określanych w wartości godziwej w oparciu o dane na poziomie 3 i należy przedstawić zarówno sposób przeprowadzenia analizy wrażliwości jak i jej wyniki. Analizę należy oprzeć na scenariuszach alternatywnych do zastosowanych do wyceny.

¹⁰ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm

¹¹ „MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe”, Przykłady ilustrujące, Materiał edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej, IFRS Foundation, grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.), PIBR 2017 par. 85-92.

¹² „MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe”, Przykłady ilustrujące, Materiał edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej, IFRS Foundation, grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.), PIBR 2017 par. 74, Pratt S.P., Grabowski R.J. (2014) Cost of Capital: Applications and Examples, John Wiley and Sons, Hoboken, s. 1012-1014 a także Mills R. W. (2005) Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców, ODDK, Gdańsk, s. 170-172.

¹³ Caty J.P. (2012) The professional's guide to fair value: the future of financial reporting, John Wiley & Sons, Inc., s. 36-37.

¹⁴ Zgodnie z MSSF 13 dane wejściowe na poziomie 3 to nieobserwowalne dane wejściowe dotyczące danego składnika aktywów lub zobowiązania.

2.5 Premie i dyskonta

Z wyjątkową troską należałoby potraktować kwestie premii i dyskont związanych z uzyskaniem lub brakiem kontroli oraz ograniczeniem płynności. Temat w naszym kraju od lat funkcjonuje w społecznościach wyceniających i BR, jednakże ze względu na brak periodycznych badań krajowych BR polegają na wiedzy ekspertów zajmujących się wycenami. To z kolei powoduje, że BR akceptują poziomy premii i dyskont proponowane przez wyceniających bez głębszych refleksji i sceptycyzmu zawodowego. Skutkiem końcowym jest akceptowanie dyskont i premii jeśli mieszczą się w „przedziale rynkowym akceptowanym przez uczestników rynku” bez poświęcenia większej uwagi dlaczego akurat w tym punkcie przedziału znajduje się dyskonto za ograniczoną płynność udziałów akurat tej jednostki, co w przypadku rozpiętości przedziału rzędu 10% - 15% może skutkować zniekształceniem wyniku wyceny w podobnym zakresie. Należy pamiętać również o źródle pewności co do poglądów uczestników rynku bez ich wcześniejszego zdefiniowania. Materiały edukacyjne IASB¹⁵ dostarczają sporo wskazówek zarówno dla wyceniających, jak i dla BR w zakresie kształtowania oraz oceniania procesu szacowania premii i dyskont, jednakże kwestia ich technicznej kalkulacji pozostaje wciąż w fazie wczesnego rozwoju.

Sprawa jest o tyle pilna, że zarówno wyceniający, jak i BR zaczynają powoływać się na dokumenty i rozwiązania legislacyjne z innych krajów, niekiedy bezrefleksyjnie, w celu uzasadnienia stosowania lub niestosowania w ogóle poszczególnych dyskont i premii.

2.6 Ciekawostki

2.6.1 Brak podejścia rynkowego?

Zastanowienia wymaga fakt, iż w dokumentacjach z badań prawie nie występowały wyceny z zastosowaniem podejścia rynkowego, a tam gdzie występowały, stanowiły uzupełnienie podejścia dochodowego i w większości przypadków nie były spójne z założeniami tego drugiego. Zarówno wyceniający jak i BR zdają się przykładowo nie dostrzegać wagi decyzji o zastosowaniu do oszacowania Bety kilkudziesięciu spółek z części Europy określanej przez prof. Damodarana Zachodnią a do oszacowania mnożników w podejściu rynkowym tylko kilku spółek z GPW. Ponadto zdarza się, że tylko jedna lub dwie z tych spółek są uwzględnione przez prof. Damodarana w danym roku w sektorze, w którym powinna znaleźć się spółka wyceniana. Trudno w takim przypadku mówić o spójności metodycznej całej wyceny.

2.6.2 Stosowanie metod wyceny niespotykanych na rynku – perspektywa uczestnika rynku?

Zdarza się, iż polskie jednostki, z niewiadomych przyczyn, stosują do wyceny a następnie do testów na trwałą utratę wartości modele i wzory, które były stosowane sporadycznie i to na antypodach. W takich przypadkach trudno jest dowodzić, że tak właśnie postąpiłby europejski uczestnik rynku a nawet globalny.

Wprowadzenie koncepcji uczestnika rynku zdawało się mieć na celu m.in. usystematyzowanie wiedzy i technik wyceny oraz skupienie się nad rozwijaniem tych, które się sprawdziły, są dla większości uczestników rynku oraz BR zrozumiałe i są dostępne, czyli spoza katalogu tzw. metod autorskich.

¹⁵ „MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe”, Przykłady ilustrujące, Materiał edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej, IFRS Foundation, grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.), PIBR 2017 par. 59-67.